

**T.C.  
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ**



**TCMB'NİN UYGULADIĞI GELENEKSEL OLMAYAN  
PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE  
BÜYÜMEYE ETKİSİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Danışman  
Prof. Dr. Levent GÖKDEMİR**

**Hazırlayan  
Cem AKGÜL**

**MALATYA-2022**

**T.C.  
İNÖNÜ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI**

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASININ UYGULADIĞI  
GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE  
BÜYÜMEYE ETKİLERİ: 2008-2020 DÖNEMİ ZAMAN SERİSİ YÖNTEMİYLE  
ANALİZİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Cem AKGÜL**

**DANIŞMAN  
Prof. Dr. Levent GÖKDEMİR**

**MALATYA - 2022**

## ONUR SÖZÜ

Prof. Dr. Levent GÖKDEMİR'in danışmanlığında doktora tezi olarak hazırladığım; **“TCMB’NİN UYGULADIĞI GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE BÜYÜMEYE ETKİSİ”** başlıklı bu çalışmanın, bilimsel ahlak ve geleneklere aykırı düşecek bir yardıma başvurmaksızın tarafımdan yazıldığı ve yaralandığım bütün eserlerin hem metin içinde hem de kaynakçada yöntemine uygun biçimde gösterilenlerden oluştuğunu belirtir, bunu onurla doğrularım.

...../...../2022

Cem AKGÜL

## TEŞEKKÜR

Danışmanlığımı üstlenerek doktora eğitimim süresince her zaman yanımda olan, bilgisini, desteğini ve tecrübelerini benimle paylaşarak çalışmalarımı yapılandıran, yön veren, yardımlarını benden esirgemeyen, gelecekte de esirgemeyeceğine inandığım değerli hocam Prof. Dr. Levent GÖKDEMİR'e,

Tez süresince, başlangıcından son ana kadar bana yol gösteren TİK üyeleri kıymetli hocalarım; Prof. Dr. Tayfur BAYAT' a ve Prof. Dr. Mehmet GÜNGÖR' e, ayrıca tezin son halini almasında yardım ve desteklerini gördüğüm jüri üyeleri; Doç Dr. İzzet TAŞAR'a ve Dr. Öğr. Üyesi Yunus GÜLCÜ' ye,

Akademik hayatım süresince beni destekleyen, karşılaştığım güçlükler karşısında bana yardımcı olan değerli eşim Hatice AKGÜL'e, çalışma boyunca vakitlerinden çaldığım sevgili kızlarım İlbilge ve Esmenur'a, yılların verdiği akademik birikimiyle bana yol gösteren ablam Prof.Dr. Esmâ ŞİMŞEK'e,

Son olarak bugünlere gelmemde büyük emekleri olan Anneme, kardeşime ve Rahmetli Babama sonsuz teşekkürlerimle...

**TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASININ UYGULADIĞI  
GELENEKSEL OLMAYAN PARA POLİTİKALARININ ENFLASYON VE  
BÜYÜMEYE ETKİLERİ: 2008-2020 DÖNEMİ ZAMAN SERİSİ YÖNTEMİYLE  
ANALİZİ**

**ÖZET**

Ekonomi tarihinde krizlerin önemli bir yeri vardır. Bu krizler mevcut teorilerin gelişmesine ve teorilerdeki yetersizliklerin ortaya çıkmasına yardımcı olmaktadır. Bu durum 2008 yılında başlayıp dünyanın diğer ülkelerine yayılan finansal krizde de böyle olmuştur. Krizden sonra ilk önce, geleneksel para politikaları uygulanmaya başlanmış fakat bu politikaların istenilen sonuçları vermemesi üzerine geleneksel olmayan para politikalarının uygulanmasına başlanılmıştır. Başlıca politikalar arasında İleriye Yönelik Rehberlik, Nicel Genişleme, Sıfır Alt Sınır veya Negatif faiz politikası ve Faiz Koridoru uygulaması sayılabilir. FED, ECB ve BOE'nin önderlik ettiği bu politikalar diğer ülkeleri de etkilemiştir. TCMB'de gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları politikaların olumsuz yansımalarını engellemek için geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına başvurmuştur. Çalışmada, TCMB'nin uyguladığı bu politikaların sonuçlarının izlenmesi amacıyla merkez bankasının kullandığı araçlar tek tek incelenmiştir. TCMB'nin açık piyasa işlemlerini politika faizlerinde bir istikrar sağlamak amacıyla kullandığı görülmüştür. İnceleme dönemimizde başlangıcında istenilen hedeflere ulaşılırken, dönemin sonlarında faizler yükselmiştir. Merkez bankası zorunlu karşılık oranlarını da aktif olarak kullanmıştır. Örneğin 2010 yılında zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamalarına ara verilmiş fakat 2014 yılında tekrar faiz ödenmesine başlanmıştır. Merkez Bankası faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizması uygulamasına birlikte kullanmıştır. Geniş koridor sistemi kullanan merkez bankası rezerv opsiyon mekanizmasını da aktif olarak kullanmıştır.

Çalışmanın uygulama kısmında ise; 2008-2020 yılları arasında uygulanan politikaların parasal tabanda ortaya çıkardığı artışın enflasyon ve büyüme üzerindeki etkisi zaman serisi ile test edilmiştir. Kurulan SVAR modeli yardımıyla etki tepki analizi yapılmış ve elde edilen sonuçlar fiyatlar ile para arzı arasında çift yönlü etkinin olduğunu ileri süren yapısalıcı görüşü doğrular nitelikte çıkmıştır. Tüketici fiyatları ile üretici

fiyatları arasındaki ilişki incelenmesi sonucunda ise Tüketici fiyatlarındaki artışın üretici fiyatları üzerinde ilk önce negatif daha sonra pozitif etki doğurduğu ve çift yönlü etkileşim doğurduğu görülmüştür. Yapılan varyans ayrıştırmasında ise parasal tabandaki en önemli değişikliğin sebebinin üretici fiyatları olduğu tespit edilirken, tüketici fiyatları ile üretici fiyatları kıyaslandığında tüketici fiyatlarını daha etkili olduğu, talep enflasyonunun baskın olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

**Anahtar Kelimeler:** Finansal Kriz, Para Politikası, Merkez Bankası, Enflasyon, Büyüme



**THE EFFECTS OF NON-TRADITIONAL MONETARY POLICIES  
IMPLEMENTED BY THE CENTRAL BANK OF THE REPUBLIC OF  
TURKEY ON INFLATION AND GROWTH: ANALYSIS OF THE 2008-2020  
PERIOD BY TIME SERIES METHOD**

**ABSTRACT**

Crises have an important place in the history of economy. These crises help the development of existing theories and reveal the inadequacies in the theories. This was the case with the financial crisis that started in 2008 and spread to other countries in the world. After the crisis, traditional monetary policies started to be implemented, but when these policies did not give the desired results, non-traditional monetary policies were started to be implemented. Major policies include Forward-Looking Guidance, Quantitative Expansion, Zero Lower Limit or Negative interest rate policy and Interest Rate Corridor implementation. These policies, led by the FED, ECB and BOE, also affected other countries. The CBRT has resorted to unconventional monetary policy practices in order to prevent the negative reflections of the policies implemented by the central banks of developed countries. In the study, the tools used by the central bank in order to monitor the results of these policies implemented by the CBRT were examined one by one. It has been observed that the CBRT uses open market operations to stabilize policy rates. While the desired targets were achieved at the beginning of our review period, interest rates increased at the end of the period. The central bank has also actively used reserve requirement ratios. For example, the practice of paying interest on required reserves was suspended in 2010, but interest was re-paid in 2014. The Central Bank has used the interest rate corridor and the reserve option mechanism together. Using the wide corridor system, the central bank also actively used the reserve option mechanism.

Ask in the application part of the study; The increase in the monetary base caused by the policies implemented between 2008-2020 has been tested with the time series on inflation and growth. With the help of the established SVAR model, impulse response analysis was carried out and the results obtained confirm the structuralist view, which claims that there is a bidirectional effect between prices and money supply. As a result of examining the relationship between consumer prices and producer prices, it has been seen

that the increase in consumer prices has a negative and then a positive effect on producer prices and creates a two-way interaction. In the variance decomposition, it was determined that the most important change in the monetary base was the producer prices, and when consumer prices and producer prices were compared, it was concluded that consumer prices were more effective and demand inflation was dominant.

**Keywords:** Financial Crisis, Monetary Policy, Central Bank, Inflation, Growth





## İÇİNDEKİLER

ONUR SÖZÜ.....	iii
TEŞEKKÜR.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vii
İÇİNDEKİLER.....	vii
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
TABLolar LİSTESİ.....	xiii
KISALTMALAR.....	xiv
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR

1.1. Araştırmanın Konusu.....	3
1.2. Araştırmanın Önemi.....	3
1.3. Araştırmanın Hipotezi.....	4
1.4. Araştırmanın Amacı.....	5
1.5. Araştırmanın Yöntemi.....	6

### İKİNCİ BÖLÜM

#### ENFLASYON ve BÜYÜME

2.1. Enflasyon Teorisi.....	7
2.1.1. Klasik İktisat Teorisinde Enflasyon.....	7
2.1.1.1. Paranın Miktar Teorisi.....	8
2.1.1.1.1. Fisher Yaklaşımı.....	8
2.1.1.1.2. Cambridge Yaklaşımı.....	10
2.1.2. Keynesyen İktisat Teorisinde Enflasyon.....	11
2.1.3. Monetarist İktisat Teorisinde Enflasyon.....	12
2.1.4. Yeni Klasik Makro İktisat Teorisinde Enflasyon.....	14
2.2. Büyüme Teorisi.....	15
2.2.1. Modern Büyüme Teorilerinin Tarihsel Gelişimi.....	16

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YENİ KEYNESYEN İKTİSAT VE DİNAMİK STOKASTİK GENEL DENGE MODELİ

3.1. Yeni Keynesyen İktisadın Ortaya Çıkışı.....	19
3.1.1. Nominal Fiyat ve Ücret Katılıkları .....	19
3.1.1.1. Zamana Yayılan Sözleşmeler.....	20
3.1.1.2. Mönü Maliyetleri .....	20
3.1.1.3. Ücret Endekslemesi.....	22
3.1.2. Asimetrik Bilgi ve Piyasa Başarısızlıkları .....	23
3.1.2.1. Asimetrik Bilgi .....	23
3.1.2.1.1. Asimetrik Bilginin Finansal Sisteme Etkisi .....	24
3.1.2.1.2. Asimetrik Bilginin Ekonomik Krizlere Etkisi .....	25
3.1.2.2. Piyasa Başarısızlığı .....	26
3.2. Dinamik Stokastik Genel Denge Modelleri.....	27

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### MERKEZ BANKASININ PARA POLİTİKALARI

4.1. Geleneksel Para Politikaları.....	28
4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri.....	28
4.1.2. Döviz İşlemleri .....	29
4.1.2.1. Döviz Rezerv Yönetiminin Amaçları .....	30
4.1.2.2. Döviz Rezerv Yönetiminde Kullanılan İşlemler .....	32
4.1.2.2.1. Döviz Satım İşlemleri;.....	33
4.1.2.2.2. Forward (Vadeli) Döviz Alım Satım İşlemleri; .....	34
4.1.2.2.3. Döviz Depo İşlemleri.....	34
4.1.3. Swap İşlemleri.....	35
4.1.3.1. Para Swapı.....	36
4.1.3.2. Faiz Swapı.....	36
4.1.4. Reeskont İşlemleri .....	37
4.1.4.1. İhracat Reeskont Kredisi .....	37

<b>4.2. 2008 Finansal Krizi ve Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Doğuşu .....</b>	<b>39</b>
<b>4.2.1. 2008 Finansal Krizi.....</b>	<b>41</b>
<b>4.2.1.1. Finansal Krizden Sonra Alınan Tedbirler.....</b>	<b>44</b>
<b>4.2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Uygulamaları.....</b>	<b>45</b>
<b>4.2.2.1. İleriye Dönük Yönlendirme Politikası .....</b>	<b>46</b>
<b>4.2.2.1.1. Finansal Krizden Önce İleriye Dönük Yönlendirme Politikası.....</b>	<b>52</b>
<b>4.2.2.1.2. Finansal Krizden Sonra İleriye Dönük Yönlendirme Politikası.....</b>	<b>53</b>
<b>4.2.2.2. Nicel Genişleme Politikası .....</b>	<b>56</b>
<b>4.2.2.3 Sıfır Alt Sınır ve Negatif Faiz Politikası.....</b>	<b>60</b>
<b>4.2.2.4. Faiz Koridoru Politikası.....</b>	<b>62</b>
<b>4.2.2.5. Zorunlu Karşılık Politikası .....</b>	<b>65</b>
<b>4.2.2.4.1. Zorunlu Karşılığa Tabi Yükümlülüklerin Kapsamı.....</b>	<b>67</b>
<b>4.2.2.6. Rezerv Opsiyon Mekanizması .....</b>	<b>68</b>
<b>4.3. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Dünyadaki Belirli Merkez Bankaları Tarafından Uygulanması.....</b>	<b>71</b>
<b>4.3.1. Amerika Merkez Bankası'nın Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları.....</b>	<b>71</b>
<b>4.3.1.1. Amerika Merkez Bankasının Uyguladığı Miktersal Genişleme Politikası .....</b>	<b>72</b>
<b>4.3.1.2. Amerika Merkez Bankası'nın Uyguladığı İleriye Yönelik Rehberlik Politikası .....</b>	<b>74</b>
<b>4.3.2. Avrupa Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politika Uygulamaları.....</b>	<b>76</b>
<b>4.3.2.1. Avrupa Merkez Bankasının Varlık Alım Programı .....</b>	<b>80</b>
<b>4.3.2.1.1. Kurumsal Sektör Satın Alma Programı .....</b>	<b>81</b>
<b>4.3.2.2. Mevduat Tesisi Üzerinden Negatif Faiz Politikası.....</b>	<b>82</b>
<b>4.3.2.3. Avrupa Merkez Bankasının İleriye yönelik Rehberlik Politikası ....</b>	<b>84</b>
<b>4.3.3. İngiltere Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları.....</b>	<b>85</b>

4.3.3.1. İngiltere Merkez Bankasının Uyguladığı Niceliksel Genişleme Politikası .....	86
4.3.3.2. İngiltere Merkez Bankasının Faiz Politikası .....	88
4.3.4. Japonya Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları.....	89
4.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları .....	90
4.4.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Açık Piyasa İşlemleri Uygulaması.....	92
4.4.1.1. Merkez Bankası Tarafından APİ'lerde Kabul Edilen Kıymetler ....	93
4.4.1.2. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri.....	94
4.4.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Faiz Koridoru Uygulaması.....	96
4.4.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Zorunlu Karşılık Uygulaması .....	100
4.4.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Rezerv Opsiyon Mekanizması Uygulaması .....	103
4.4.5. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Swap Uygulamaları .....	104
4.4.6. Geleneksel Olmayan Politikalara Yapılan Eleştiriler .....	109
4.5. Parasal Aktarım Mekanizması .....	110
4.5.1. Döviz Kuru Kanalı .....	113
4.5.2. Faiz Kanalı .....	115
4.5.3. Varlık Fiyatları Kanalı.....	116
4.5.3.1. Tobin'in q Teorisi .....	116
4.5.4. Kredi Kanalı.....	117
4.5.4.1. Banka Kredi Kanalı.....	118
4.5.4.2. Bilanço Kanalı .....	119
4.5.5. Politika Sinyalleme Kanalı.....	121
4.5.6. Portföy Dengeleme Kanalı .....	122

**BEŞİNCİ BÖLÜM**  
**EKONOMETRİK ANALİZ**

<b>5.1. Ampirik Literatür .....</b>	<b>123</b>
<b>5.2. Zaman Serisi Analizi.....</b>	<b>129</b>
<b>5.2.1. Birim Kök Testi .....</b>	<b>130</b>
<b>5.2.1.1. Dickey-Fuller veya Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi ....</b>	<b>130</b>
<b>5.2.1.2. Phillips – Perron (PP) Testi.....</b>	<b>132</b>
<b>5.2.2. Veri Seti ve Ekonomik Yöntem .....</b>	<b>133</b>
<b>5.2.2.1. Değişkenlerin Dickey-Fuller Test Sonuçları.....</b>	<b>134</b>
<b>5.2.2.2. Değişkenlerin Phillips-Perron Test Sonuçları.....</b>	<b>135</b>
<b>5.2.2.3. SVAR Analizi .....</b>	<b>136</b>
<b>5.2.2.3.1. Uzun Dönem Kısıt Matrisi.....</b>	<b>136</b>
<b>5.2.2.3.2. Uzun Dönem Çarpan Matrisi.....</b>	<b>137</b>
<b>5.2.2.3.3. SVAR Modeli Etki Tepki Grafikleri .....</b>	<b>143</b>
<b>5.2.2.3.4. SVAR Modelinin Varyans Ayrıştırması .....</b>	<b>145</b>
<b>SONUÇ .....</b>	<b>151</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>157</b>
<b>EKLER .....</b>	<b>180</b>

## ŞEKİLLER LİSTESİ

<b>Şekil 1:</b> Devlet Tahvli Getiri Oranları .....	51
<b>Şekil 2:</b> TCMB Tarafından Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi .....	99
<b>Şekil 3:</b> Merkez Bankasının Türk Lirası ve Dövizde Uygulanan Faiz Oranları .....	107
<b>Şekil 4:</b> SVAR Modeli Etki Tepki Fonksiyonları .....	144



## TABLULAR LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> Türk Lirası ve döviz için uygulanan faiz oranları .....	106
<b>Tablo 2:</b> Serinin Tamamlayıcı İstatistikleri.....	133
<b>Tablo 3:</b> Değişkenlerin Dickey-Fuller Durağanlık Testi Sonuçları .....	134
<b>Tablo 4:</b> Değişkenlerin Phillips-Perron Durağanlık Testi Sonuçları .....	135
<b>Tablo 5:</b> SVAR Modeli Uzun Dönem Kısıt Matrisi .....	136
<b>Tablo 6:</b> SVAR Modeli Uzun Dönem Çarpan Matrisi.....	137
<b>Tablo 7:</b> SVAR Modeli Parasal Taban Varyans Ayrıştırması .....	146
<b>Tablo 8:</b> SVAR Modeli Sanayi Üretim Endeksi Varyans Ayrıştırması.....	147
<b>Tablo 9:</b> SVAR Modeli Tüketici Fiyat Endeksi.....	148
<b>Tablo 10:</b> SVAR Modeli Üretici Fiyat Endeksi Varyans Ayrıştırması.....	149

## KISALTMALAR

ECB	European Central Bank (Avrupa Merkez Bankası)
FOMC	: FEDeral Open Market Committee (FEDeral Açık Piyasa Komitesi)
RBNZ	: Rezerve Bank of New Zealand (Yeni Zelanda Merkez Bankası)
BOJ	: Bank of Japan (Japonya Merkez Bankası)
BoE	: Bank of England (İngiltere Merkez Bankası)
JGB	: Japanese Goverment Bond (Japon Devlet Tahvili)
ASS	: Asset Purchase Programe (Varlık Alım Programı)
ABSSS	: Asset-backed Securities Purchase Programe (Varlık Destekli Menkul Kıymet Alım Programı)
CBSS3	: Covered Bond Purchase Programe (Kapalı Tahvil Alım Programı)
PSSS	: Public Securities Purchase Programe (Kamu Menkul Kıymet Satın alma Programı)
CSSS	: Corparate Sector Purchase Programe (Kurumsal Sektör Satın Alma Programı)
NFCs	: Non-Financial Corporations (Finansal Olmayan Şirketler)
ELB	: Effective Lower Bond (Etkin Alt Sınır)
LSAP	: Large-Scale Asset Purchases (Büyük Ölçekli Varlık Alımları)
QE	: Quantity Easing (Miktarsal Genişleme)
ZLB	: Zero interest bound (Sıfır Faiz Sınırı)
PKM	: Para ve Kur Politikası Metni
HMVKŞ	: Hazine Müsteşarlığı Varlık Kiralama Anonim Şirketi



## GİRİŞ

Başlangıçta insan toplulukları arasında, daha sonra ise ülkeler arasında gerçekleşen ekonomik ilişkilerin kapsamı gün geçtikçe artmaktadır. İlk önce mal ticareti ile başlayan bu ilişkilere daha sonra diğer üretim faktörleri de dâhil olmuştur. Uluslararası ilişkilerin önemli bir kısmını mal ve sermaye akımları oluşturur. Mal ve sermaye akımları faktör ticareti açısından ortak özelliklere sahip olsa da bazı noktalarda birbirlerinden ayrılırlar. Örneğin sermaye akımları mal ticaretine göre çok daha hızlı gerçekleşir ve mal ticaretinde meydana gelen kesintilerle fazla karşılaşmaz. Sermaye akımlarının bu yapısı Dünya üzerindeki yayılımını daha kolay hale getirir. Özellikle bu sermaye akımının kaynağı gelişmiş bir ekonomi ise ortaya çıkan sermayenin diğer ülke ekonomilerine yayılımı daha çabuk ve etkili olur. Dolayısıyla bunun anlamı gelişmiş ekonomilerin iyi veya kötü performanslarının dünyanın diğer ülkelerini etkileyeceğidir. Özellikle kriz dönemlerinde bu etki daha fazla hissedilir.

Dünyanın gelişmiş ekonomilerinde başlayan finansal bir kriz sermaye hareketleri nedeniyle bir süre sonra diğer ülkelere ulaşır. Krizlerin ülkeler arasındaki yayılması ülke ekonomilerinin dışa açıklık ve dışa bağımlılıkları ile orantılıdır. Bir ülkenin ekonomisi ne kadar dışa açık ve bağımlı ise bu sermaye hareketlerinden o derece fazla etkilenir. Bu etkinin ekonomi üzerindeki yansıması olumlu ya da olumsuz olabilir. Uluslararası sermayenin ülkeler arasında hareketliliği ülke ekonomilerinin birbirleri ile olan etkileşimlerini de en üst düzeye çıkarmaktadır. Ortaya çıkan krizler birbirleri ile yakın ekonomik ilişkide bulunan ülkeleri daha önce etkilemekte ve etkilenen ekonomilerin büyüklüğü arttıkça diğer ülkelere daha çabuk yayılmakta ve en sonunda küresel bir kriz haline dönüşmektedir.

Bunun en güzel örneği 2007 yılında ABD’de konut sektöründe ortaya çıkan krizin benzer sebeplerle İngiltere’ye sıçraması ve bunun 2008 yılının ortalarında küresel ekonomik kriz haline gelmesidir. (Eğilmez, 2009: 53). Krizin sebepleri arasında artan büyüme ve sermaye hareketliliği sonucunda piyasalarda oyuncuların daha fazla kazanmak istemeleri sayılabilir. Özellikle bankaların kredi başvuruları sırasında yeterli araştırma yapmaması riskleri arttırmıştır. Diğer bir sebep ise, finansal kurumların

piyasaya yeni ürünler çıkartırken ve karşılaşılabilecekleri riskleri tahmin edememeleridir. (Erdönmezer, 2009:85).

Krizlere karşı alınan tedbirlerde, finansal sistemin sağlıklı çalışabilmesinde, merkez bankalarına büyük rol düşmektedir. Günümüz ekonomilerinde merkez bankalarının en temel görevi para politikasını uygulamak, finansal istikrarı ve fiyat istikrarını sağlamaktır. Bu durum ekonominin krize girdiği dönemlerde daha da önemli hale gelmektedir. Bu yüzden, 2008 küresel finans krizinde, merkez bankaları çok daha aktif politikalar izlemişlerdir. Fakat merkez bankalarının karşılaşılan krizlere müdahale için sahip oldukları araçlar ve bu araçların kullanımı bir süre sonra tartışılmaya başlamıştır. Merkez bankalarının geçmişten günümüze uyguladıkları açık piyasa işlemleri, reeskont politikası, zorunlu karşılıklar ve genel disponibilitate gibi geleneksel politika araçları sorunların çözümünde yeterli gelmemeye başlayınca yeni politika araçlarına ihtiyaç duyulmuştur. Bu araçlar genel olarak geleneksel olmayan para politikaları olarak adlandırılır.

Bugün birçok merkez bankası geleneksel olmayan politikaları kullanmaktadır. Bunlar faiz koridoru, likidite yönetimi, zorunlu karşılıklar, rezerv opsiyon mekanizması, istisna gün uygulaması, geç likidite penceresi, yabancı para likidite politikaları ve kaldıraç uygulaması gibi politikalardır.

Temel amacı 2008 küresel krizinden sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının enflasyon ve büyümeye etkisini ölçmek olan çalışmamız beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde araştırma konusunun önemi, hipotezi, amacı ve araştırma yöntemi kısaca özetlendikten sonra ikinci bölümde enflasyon ve büyüme teorileri açıklanmıştır. Üçüncü bölümde Yeni Keynesyen İktisat ve Dinamik Stokastik Genel Denge Modelinden genel hatlarıyla bahsedilmiştir. Dördüncü bölümde ise geleneksel ve geleneksel olmayan para politikaları açıklanmış ve daha sonra dünyadaki gelişmiş ekonomilere ait merkez bankalarının uyguladıkları geleneksel olmayan politika örnekleri incelenmiştir. Devamında kriz sonrasında TCMB'nin uyguladığı geleneksel olmayan politikalar ve bunların ekonomi üzerindeki etkileri ortaya konulmuştur. Beşinci ve son bölümde ise çalışmanın ekonometrik analizi zaman serisi yöntemiyle yapılarak elde edilen sonuçlar yorumlanmış ve bu doğrultuda öneriler sunulmuştur.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### ARAŞTIRMA HAKKINDA AÇIKLAMALAR

#### 1.1. Araştırmanın Konusu

Araştırmanın konusu 2008 yılında başlayıp zamanla Dünyanın birçok ülkesini etkisine alan finansal krizin etkilerini azaltmak amacıyla Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının aldığı geleneksel olmayan para politikası tedbirlerinin enflasyon ve büyümeye etkilerini 2008-2020 dönemi için analiz etmektir.

#### 1.2. Araştırmanın Önemi

Para otoritesi olarak da isimlendirilen, parasal işlemleri düzenleyen merkez bankaları, ondokuzuncu yüzyılın sonuna kadar, genel olarak para ihraç bankaları ya da milli bankalar olarak bilinirdi. Bankaların, merkez bankaları özelliğini kazanmaları, kâğıt para ihracının düzenlenmesi zorunluluğu ve devletin kısa vadeli krediye olan ihtiyacı ile başlamıştır. Bu zamana kadar çoğu ülkede devletin bankeri olarak emisyon yapma yetkisi ve devletin bankacılık işlemlerini yapma görevi mevcut bankalardan birine verilmiştir. Bu bankaların temel görevi devletin getirdiği tedbirler çerçevesinde emisyon işlemlerinin, altın ya da gümüş para sisteminin düzenlenmesiydi. Her iki sistemin birlikte geçerli olduğu ülkelerde kâğıt paranın altın ya da gümüşe karşı konvertibilitesinin sağlanması da bu bankaların başlıca görevini oluşturmuştu. Bu ihraç bankaları bir süre sonra diğer bankacılık işlemlerini yerine getirip başlıca görevleri de yapmaya başlayınca, bunlar için “merkez bankası” ifadesi kullanılmaya ve bu deyim standart bir anlam taşımaya başlamıştır.

Genel olarak merkez bankalarının görevi, ülke içinde paranın dolaşımını düzenlemek, fiyatların istikrarını muhafaza etmek, dış dünya ile olan karşılıklı ödeme işlemlerini dengeli bir şekilde devam etmesini temin etmektir. Bu amaçların sağlanması için merkez bankaları ülke ekonomilerinin ihtiyaçlarına uygun olarak banknot basmaktadırlar. Bankalar ekonomide para ve kredi politikasını düzenlerler, kredi hacmini tespit ederler, kredilerin ekonominin sektörlerine dağılımını düzenleyerek, para hacmini

ayarlarlar. Ülkedeki bankacılık sisteminin başı olarak, gerektiğinde bankaları denetim ve gözetim işlemlerinin yapılmasına katkıda bulunurlar.

Merkez bankalarının diğer bir görevi devletin hazinedarlığını ve mali ajanlığını yapmaktır. Bu anlamda devletin gerek yurtiçinde gerekse yabancı ülkelerde ödeme ve para alımlarını yaparlar, hazine bonosu ve devlet tahvillerinin ihraç ve geri ödenmesinde yardımcı olurlar. Ayrıca, ülkenin döviz ve altın stoklarını muhafaza etmek, devletin döviz ve altın satışı işlemlerini yapmak, para nakil işlemlerini yapmak, resmi kurumların mevduatlarını toplamak, hükümete bağlı kuruluşların banka hesaplarını tutmak, iç ve dış borcun anapara ve faizlerini ödeme işlemleri de merkez bankasının görevlerindedir.

Günümüz ekonomilerinde merkez bankalarının görev ve sorumlulukları gün geçtikçe artmaktadır. Özellikle içinde bulunduğumuz ekonomik şartlar bu sorumlulukların daha da artmasına neden olmuştur. Merkez bankalarının aldığı kararlar hem kendi ülke ekonomilerini hem de diğer ülke ekonomilerini etkilemektedir. Bu karşılıklı etkileşim merkez bankalarının karşılaştığı problemlerin çözümünü gün geçtikçe zorlaştırmaktadır. Bu problemleri çözmek adına merkez bankaları geleneksel politikaların dışına çıkarak geleneksel olmayan politikaları da uygulamaya başlamışlardır. TCMB de bu politikaları uygulayan merkez bankaları arasındadır. Merkez Bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikaları akademik çalışmalara konu olmaya başlamıştır. Bu konuda yapılan çalışmalarda; TCMB ile diğer merkez bankaları kıyaslanmış, bazı çalışmalarda ise ekonometrik analiz kısmı ihmal edilmiştir. Ayrıca Merkez Bankasının politikalarının fiyat istikrarı ve büyüme üzerine etkisi özel olarak incelenmemiştir. Bu çalışmada Merkez Bankasının geleneksel olmayan para politikalarının fiyat istikrarı ve büyüme üzerine etkileri zaman serisi yöntemiyle irdelenmiştir.

### **1.3. Araştırmanın Hipotezi**

Bu araştırmanın hipotezleri “Merkez Bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının fiyat düzeyi ve büyüme üzerinde etkisi vardır”, “Merkez Bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının fiyat düzeyi ve büyüme üzerinde etkisi yoktur” şeklinde oluşturulmuştur.

$H_0$  : Merkez bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının enflasyon ve büyümeye etkisi olmuştur.

$H_1$  : Merkez bankasının uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının enflasyon ve büyümeye etkisi olmamıştır.

#### **1.4. Araştırmanın Amacı**

Küresel finansal kriz başladıktan sonra, gelişmiş ülkeler ekonomik istikrarı sağlamaya çalışırken, gelişmekte olan ülkeler ise oluşan sermaye akımlarının olumsuz etkilerini ve kredi genişlemesini önleme çalışmalarına başladılar. Geleneksel para politikalarının karşılaşılan ekonomik problemlere çözüm üretememesi sebebiyle hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları geleneksel olmayan para politikalarını uygulamaya koydular. Geleneksel olmayan para politikası uygulamalarının yeni olması sebebiyle bu politikaların başarılarını test eden çalışmalar fazla değildir. Geleneksel olmayan politikaların hangi durumlarda uygulanması gerektiği konusunda belirsizlikler bulunmaktadır. Yine bu politikaların ne kadar süre ile uygulanacağı da bir soru işaretidir. Dünya ekonomisi bu büyük krizi atlattıktan sonra geleneksel olmayan politikalar uygulanmaya devam edilecek midir? Yoksa bu politikalara son mu verilecektir. Bütün bu soruların cevapları zamanla ve yapılan akademik çalışmalarla ortaya çıkacaktır.

2008 yılında ortaya çıkan kriz dünya ekonomileri üzerinde kalıcı hasarlar bırakmıştır. Dünyadaki gelişmiş ülkelerin neredeyse tamamı krizden etkilenmişlerdir.

Krizin ekonomilere olan etkileri tartışılmaya başlanmış ve tartışılmaya devam edilmektedir. En çok tartışılan konulardan ikisi de büyüme ve enflasyondur. Birçok ülke negatif büyüme veya çok küçük pozitif büyüme ile karşılaşmıştır. Ülkeler büyümede karşılaşılan bu durumun devamı olarak enflasyon problemini de yaşamaktadır. Ekonomilerin büyüyememesi ve talepte ortaya çıkan azalmalar düşük enflasyonu beraberinde getirmiştir. Hatta birçok ülke deflasyon riski ile karşılaşmıştır. Ülkeler uyguladıkları politikalar ile enflasyon oranını ve ekonomik büyümeyi arttırmaya yardımcı olacak politikaları uygulamaya başlamışlardır. Bütün bunlar bu konunun akademik olarak araştırılmasının önemini ortaya koymaktadır. Bu araştırmanın amacı geleneksel olmayan para politikalarını incelemek ve artan sermaye akımlarının etkisi ile

ortaya çıkan yeni durumda TCMB'nin geleneksel olmayan politika uygulamalarının enflasyon ve büyümeye olan etkilerini analiz etmektir.

### **1.5. Araştırmanın Yöntemi**

Bu araştırmada yöntem olarak ilgili literatürün taraması ve ekonometrik analiz tekniklerinden yararlanılmıştır. Çalışmanın kavramsal çerçevesinin oluşturulmasında ise yerli ve yabancı bilim adamlarının eserlerinden faydalanılmıştır. Yapılan analiz sonucu elde edilen veriler iktisat teorisine göre yorumlanmıştır.



## İKİNCİ BÖLÜM

### ENFLASYON ve BÜYÜME

Enflasyon çok uzun yıllardan beri ekonomilerin çözmek için uğraştığı iktisadi problemlerden birisidir. Önemi dolayısıyla birçok iktisatçının ilgisini çekmiştir. Enflasyon ile ilgili iktisatçıların kabul ettiği tanıma göre, enflasyon bir ekonomide mal ve hizmetlerin genel fiyat seviyesinin belirli bir dönem içinde yükselmesidir. Fiyatların yükselmesi ve yükseldiği noktada kalması enflasyon olarak isimlendirilmediği gibi, enflasyon fiyatların yüksek olması da değildir. Fiyat artış hızının yüksek olmasıdır. Enflasyon, paranın gerçek değerindeki bir düşüş olarak da tanımlanabilir. Fiyatların genel seviyesi arttığında, her birim para ile daha az mal ve hizmet satın alınabilir. (Schwartz, 2009: 9). Enflasyon, temel ilişkinin toplam arz (gerçek çıktı) veya toplam talep (gelir) eşitliğini veren denge içindeki bir dengesizlik olarak tanımlanabilir(Cencini, 2014: 20). Ekonomistler enflasyonun tanımı konusunda anlaşsalar da çözümü konusunda bir anlaşmaya sahip değildir. Genel olarak, ekonomistler arasındaki anlaşmazlığın özü paraya verilen rol ile ilgilidir (Cencini, 2014: 15).

#### 2.1. Enflasyon Teorisi

##### 2.1.1. Klasik İktisat Teorisinde Enflasyon

Enflasyonu anlamak için ilk önce paranın ne olduğunu anlamak gerekiyor. Para alışverişi yapmak için kolayca kullanılabilen varlıkların stokudur. Halkın elindeki kâğıt para ve madeni paraların miktarı ülkedeki paranın stokunu oluşturmaktadır(Mankiw, 2007: 85). Paranın tarihsel gelişimine bakıldığında pek çok şekil aldığı görülmektedir. Bugün kullandığımız para kendisine özgü bir değeri olmayan fiyat para olarak adlandırılmaktadır(Mankiw, 2007:87).

Klasik İktisat Teorisinde enflasyon konusunu uzun bir süre göz ardı edilmesinin başlıca sebebi, yerleşik iktisat teorisinin parasal gelişmeleri önemsememesidir. Klasikler parayı, “yalnızca mal takasını kolaylaştıran bir değer ölçüsü olarak” görmüşler, “makro reel büyüklükleri etkileyebileceğini düşünmemişlerdir.” Klasik ve Neo Klasik teorisinin temel kuramlarında örneğin Marjinal Teoride, Walras ve Pareto'nun denge

denklemlerinde “yansız para” görüşünden hareket edilmektedir. Bu çerçevede enflasyonun gereken önemi bulamayacağı açıktır. Kaldı ki, arz ve talep dengesizliğini mümkün görmeyen Mahreçler Kanunu, başlı başına enflasyon teorisinin gelişmesini engelleyecek bir görüş olarak o dönemlerde çok yaygındır(Paya, 2002: 378). Say Yasasına göre, bir malın üretilmesinin anlamı, otomatik bir şekilde o malın satışı için gerekli geliri sağlamak demektir. Klasik istihdam görünüşünün altında ücret ve fiyatların, bir dengesizlik durumunda ekonominin çabucak dengeye geri dönmesini sağlayacak derecede esnek olduğu varsayılır (Seyidoğlu, 2006: 715).

Klasik iktisatçıların para ile enflasyon arasında ilişkiyi kurmak ve enflasyonun nedenini açıklamak için geliştirdikleri en eski teori Miktar Teorisidir (Ünsal, 2013: 94). Miktar teorisi sayesinde para miktarının fiyatlar ve gelirler gibi diğer ekonomik değişkenlerle arasındaki ilişki açıklanabilmiştir. (Mankiw, 2017: 91)

#### **2.1.1.1. Paranın Miktar Teorisi**

Miktar teorisinin kökleri filozof ve ekonomist David Hume gibi paranın ilk kuramcılarının çalışmalarına dayanır (Mankiw,2017:91). Klasik iktisatçıların konuya ilişkin görüşleri Yale Üniversitesi öğretim üyelerinden iktisatçı Irving Fisher tarafından geliştirilen analiz çerçevesinde Fisher Yaklaşımı veya Cambridge Üniversitesi A. Marshall ve A. C. Pigou'nun geliştirdiği Cambridge Yaklaşımı çerçevesine incelenebilir(Ünsal, 2013:530).

##### **2.1.1.1.1. Fisher Yaklaşımı**

Amerikalı iktisatçı Irving Fisher tarafından 1911 yılında yayınlanan “The Purchasing Power of Money”, Paranın Satın Alma Gücü, isimli eserinde ileri sürülen ve kısaca Fisher Yaklaşımı denilen yaklaşımın hareket noktasını aşağıdaki denklem oluşturur.

$$MV \equiv PY$$

M terimi piyasadaki para miktarı, V terimi piyasadaki paranın belirli bir dönemde işlemlerde ne kadar kullanıldığını gösteren paranın dolaşım hızıdır. P terimi fiyat düzeyini ve Y terimi de üretilen nihai mal miktarını göstermektedir. Yukarıdaki denklemin her iki tarafı da ayrı ayrı nominal yurt içi hasılaya eşittir. Değişim denklemi de denilen ifade bu



anlamda bir özdeşliktir. Bunun anlamı belirli bir dönemdeki para miktarı ile paranın dolaşım hızı çarpımının, aynı dönemde üretilen mal miktarı ile paranın dolaşım hızı çarpımına eşit olduğudur (Ünsal, 2013:530).

Bir özdeşlik olan değişim denklemi, hiçbir sebep sonuç ilişkisi içermez. Başka bir ifadeyle değişim denkleminde bağımlı değişken bağımsız değişken ayrımı yoktur. Buna karşılık değişim denklemi üzerine inşa edilen paranın miktar teorisi piyasada fiyatların para miktarı tarafından belirlenmesi ve piyasada olan para belli bir miktarda artınca fiyatlar genel düzeyinin de aynı miktarda artması manasında bir sebep-sonuç ilişkisini açıklar. Değişim denkleminde paranın miktar teorisine geçiş bir takım varsayımlar gerektirir. Klasiklere göre,  $V$  paranın dolaşım hızı kurumsal unsurlar tarafından belirlenir ve kısa dönemde sabittir.  $V = V_0$  Ayrıca klasik modelde ekonomi tam istihdam üretim seviyesinde dengeye sahip olduğu için, elde edilen üretim miktarı da tam istihdam düzeyinde sabittir.  $Y = Y_0$  bu varsayımlar altında değişim denkleminde sabit olmayan iki değişken vardır.  $M$  para miktarı ve  $P$  fiyat düzeyi. Klasik iktisatçıların değişim denklemini miktar teorisine dönüştürürken benimsedikleri üçüncü varsayım,  $M$  ile  $P$  arasındaki nedensellik ilişkisine yöneliktir. Klasik iktisatçılara göre söz konusu nedensellik ilişkisinin yönü, dolaşımdaki para miktarından fiyat seviyesi yönündedir.

Fisher fiyat istikrarını sağlamak için para miktarını kontrol etmek gerektiğini bunun için de kağıt para sisteminin uygun olduğunu düşünmüşse de kağıt para sisteminde siyasal iktidarın bu yetkiyi kötüye kullanabileceğinden ve para arzını aşırı şekilde arttırıp, halkın paraya olan güvenini sarsabileceğinden korkmuştur. Bu nedenle altına konvertibl bir kağıt para sistemi önermiştir. Ancak bu sistemin para birimi sabit bir altın miktarına bağlanmayıp, paranın altın karşılığı, paranın satın alma gücünü sabit tutacak şekilde değiştirilecekti.

Fisher'in cevap aradığı diğer bir soru da genel fiyat seviyesindeki bir değişimin, parasal faiz oranı ile ilgisi var mıdır? Fisher analizlerinde sadece reel faiz oranı kavramını açıklamıştır. Fisher'e göre fiyat seviyesi değişirse, bu değişiklik parasal faiz oranına yansiyacaktır. Riski olmayan bir ödünce uygulanan parasal faiz oranı, yatırım fırsatı tarafından belirlenen reel faiz oranına, genel fiyat seviyesindeki değişimin, duruma göre artı veya eksi eklenmesi ile belirlenir. Başka bir deyişle paranın nominal faizi, reel faiz ile enflasyon oranının toplanması ile bulunacaktır (Savaş, 2000:718).

### 2.1.1.1.2. Cambridge Yaklaşımı

Cambridge iktisatçıları, hem A. Marshall hem de A. C. Pigou'nun Cambridge yaklaşımını oluşumunda büyük katkıları olmuştur. Bu ekole ait iktisatçılar nominal para talebi (MD) ile nominal para arzı (MS) arasında ayırım yaparlar. Nominal para talebi esas olarak işlem amaçlı yapılır. Yani bireyler parayı alışveriş yapmak amacıyla talep ederler. İşlem amacıyla ile para talebinin özelliği, harcamaların toplamı ile birlikte artmasıdır. Toplam talep, parasal milli gelire, başka bir deyişle toplam arza eşit olduğu için Cambridge Para Talebi fonksiyonu şu şekilde yazılabilir:

$$MD = kPY$$

Formülde

MD = Nominal para talebini,

PY = Fiyat ve üretim miktarını yani milli geliri

K = Firmaların ve tüketicilerin, yıllık nominal milli gelirden işlem güdüsü ile ellerinde tutmak istedikleri payı yüzde olarak göstermektedir.

Cambridge yaklaşımına göre k, kısa dönemde deyişmekle birlikte burada yapılacak analizde sabit kabul edilmektedir. Cambridge yaklaşımı bir para talebi teorisidir. Fiyatların genel seviyesinin nasıl oluştuğunu açıklayabilmek için sisteme nominal para arzı kavramı sokmak gerekir. Nominal para arzını dışsal bir deyişken olarak kabul eder ve sisteme dâhil edersek para piyasası dengesini şöyle yazabiliriz.

$$MS = MD$$

Bu aynı zamanda

$$MS = kPY$$

sonucuna varırız. Burada Y tam istihdam üretim miktarını göstermektedir. Kısa dönemde k ile V sabittir ve fiyatların genel seviyesini(P) belirleyen tek faktör (MS) dir(Bocutoğlu, 2013:26). Bu durumda para arzında oluşacak bir artış sonucunda eşitliğin tekrar sağlanabilmesi için fiyatlarında artması gerekir. Benzer şekilde para arzındaki bir düşüş de fiyatlar genel seviyesinin düşmesi sonucunu doğurur.

### 2.1.2. Keynesyen İktisat Teorisinde Enflasyon

Keynes genel teoride, işlem güdüsü ile para talebi üzerinde durmakta ve paranın ödeme aracı fonksiyonunu önemli görmektedir. Bu sebeple insanlar, elde ettikleri gelirler ile harcamaları arasındaki zaman farkı nedeniyle ortaya çıkan para gereksinimlerini, para talebinin bir unsuru olarak ele almaktadır. Keynes yine kişilerin ihtiyat güdüsü adı altında gelecekte belirsiz bir durumda karşılaşılabilecekleri olumsuz bir durumdaki harcamaları için para tutuklarını söylemektedir. Hem işlem güdüsü ile hem de ihtiyat güdüsüyle yapılan para talebi gelirin birer fonksiyonlarıdır. Keynes'in bu görüşü Miktar Teorisi ile benzerdir.

Keynes'in Miktar Teorisinden ayrıldığı nokta spekülasyon güdüsü ile yapılan para talebi olarak adlandırdığı durumdur. Spekülasyon güdüsü ile yapılan para talebi ile faizlerin genel seviyesi arasında fonksiyonel bir ilişki olduğu kabul edilir. Spekülasyon güdüsü ile yapılan para talebi ile faiz seviyesi arasında ters yönlü bir bağlantı mevcuttur.

Keynes'e göre faizlerin seviyesi sadece tasarruf ve yatırımın eşitlendiği noktada ortaya çıkan bir fiyat değildir. Faizler yatırımlar ve tasarruflar arasındaki bağlantı dışındaki sebeplerden dolayı da değişebilir. Şöyle ki halk veya kurumlar piyasadan tasarrufa gitmeksizin doğrudan tahvil alıp satabilir. Bu durumda faizler tasarruf ve yatırımla ilişkili olmadan artıp azalabilir. Keynes kişilerin tasarruf yapmalarının normal bir durum olduğunu söylüyor ve bunu likidite tercihi teorisi ile açıklıyordu. Kişiler gelirlerinin bir bölümünü tüketmeyip tasarruf edince, bu tüketmedikleri kısım için bir karar vermelidirler. Kişiler tasarruflarını ya para şeklinde tutarlar ya da gelir getiren bir yatırımda kullanabilirler. Keynes'e göre bazı hallerde kişiler günlük işlemlerinde ihtiyaç hissettikleri para dışında bir miktar parayı saklamayı ve aynı parayla hisse senedi ve tahvil almayı tercih edebileceklerini söyler(Hatipoğlu, 2000:153).

Keynes, insanların normal olarak tanımladıkları bir faiz seviyesi olduğunu kabul eder. Piyasadaki faizler daima bu normal seviye civarında iniş ve çıkışlar gösterir. Faizler bu normal seviyenin altına indiğinde, İnsanlarda faiz oranının bir süre sonra yeniden eski seviyesine yeniden çıkacağı beklentisi oluşur. Bu durumda tahvil alanlar faizler yükseldiğinde tahvil fiyatları düşeceği için sermaye kaybına uğrarlar ve tahvil almaktan

kaçınırlar. Keynesyen modelde tahvilin dışındaki yatırım aracı para olduğundan, kişiler varlıklarını para olarak tutarlar.

Faizler düştüğünde para talebi artacak, faizler yüksek olduğunda ise para talebi azalacaktır. Aynı şekilde yüksek faizler tahvil alımını uyarmakta, düşük faizler ise tahvil alımını caydırmaktadır(Paya, 2002:80).

Keynesyen teoriye göre fiyatların artmasının iki nedeni vardır. Birincisi paranın dolaşım hızı ile alakalıdır. Teoriye göre paranın dolaşım hızı anlamlı ve sabit değildir. Faiz oranındaki beklentiler spekülasyon amaçla elde tutulan para miktarının değişmesine neden olur. Paranın dolaşım hızı değişirse bile, para arzı çok değişik olabilir. Piyasaya sürülen para miktarı aynı kalsa bile spekülasyon amaçla piyasaya sürülen para miktarı değişmesi ile büyük değişiklikler gösterecektir. Örneğin oranının azalacağı halk tarafından tahmin edilirse, halkın spekülasyon amaçla sakladığı para miktarı azalacak ve bu paralar harcanmak üzere piyasaya gelecektir. Bu da fiyatlarda bir artışa sebep olacaktır. Burada piyasadaki para miktarı artmamasına rağmen paranın dolaşım hızı artmıştır(Habitoğlu, 2000:158). Aynı şekilde piyasada para yerine kullanılan araçların artması da para arzı artmış gibi bir sonuç doğuracağı için yine fiyatların artmasına neden olabilecektir.

Fiyatların artmasının ikinci nedeni ise; fiyat artışlarının maliyetlerdeki artıştan da kaynaklanmış olabileceğidir. Keynesyen iktisatçılar göre ücretlerde ve fiyatlarda bir artış olunca bu fiyat yükselişine sebep olabilecektir. Örneğin işçi ücretlerinin artması sonunca maliyetler artacak ve bu durumu işletmeciler fiyatlara yansımak zorunda kalacaklardır. Artan fiyatlar talebin azalması sonucunu doğurur. Azalan talep ise üretim azalması sonucunu doğuracağı için firmalar işçi çıkarmaya başlayacaktır. Bu durum piyasada bir baskıya neden olacak ve sonunda para otoritesi para arzını artırmak zorunda kalacaktır. Artan para arzı sonucu ekonomi enflasyon ve işsizlik ile karşı karşıya gelebilecektir.

### **2.1.3. Monetarist İktisat Teorisinde Enflasyon**

Monetarizm ağırlıklı olarak, 1976 Nobel Ekonomi Ödülü'nü kazanan Amerikalı ekonomist Milton Friedman'ın geliştirdiği bir iktisat teorisidir. Friedman, 1976'da "Paranın Miktar Teorisi Üzerine Çalışmalar" adında, düzenlemesine katkıda bulunduğu bir kitap yayınladı. Bu kitap vasıtasıyla Friedman monetarist teorinin temellerini atmış

oldu. (Aktan, 2010:169). Monetarist teorisinin temel amacı Keynesyen teori ile gözden düşen paranın miktar teorisinin önemini ortaya koymak ve enflasyonun sebeplerini açıklamaktır.

Monetarist iktisatçılar, nominal para arzının nominal milli geliri belirleyen en önemli unsur olduğunu kabul ederler. Monetaristlere göre, nominal para arzıyla nominal milli gelir arasında aynı yönlü fonksiyonel bir bağlantı bulunmaktadır. Nominal para arzı artarsa nominal milli gelir de artar. Para arzı merkez bankası tarafından belirlenir.

Nominal para arzındaki değişmelerin ekonomiye yansımaları, portföy ayarlama süreci ile gerçekleşir. Uzun vadede nominal para arzının etkisi, genel fiyat seviyesiyle diğer nominal değişkenler üzerinde görülür. Nominal para arzı, üretim ve istihdamda konjonktür dalgalarına neden olan en önemli faktördür. Konjonktür dalgalarının nedeni nominal para arzıdır(Bocutoğlu, 2013:175).

Friedman en başta paranın ekonomik faaliyetlere olan tesirini Keynesyen görüşten farklı açıklamıştır. Friedman 1957 yılında yayınlanan bir çalışmada, ekonomik aktörlerin ellerindeki fazla para ile tahvil almayı onun yerine malları satın almayı tercih edebileceklerini, bu sebepten de paranın mal piyasası üzerinde doğrudan bir etkisinin olabileceğini iddia etmiştir.

Keynesyen modelde parayla tahvil fiyatları arasındaki ilişki çok önemlidir. Paranın en önemli alternatifinin finansal aktifler olduğu görüşü hâkimdir. Geleneksel teoride finansal aktifler dikkate alınmaz. İlişki para ve mal arasındadır. Monetarist teoride ise bu iki yaklaşımında etkisi vardır. Para hem finansal aktifler, hem de mallar arasındaki ikame ilişkisinde vardır. Para arzı genişlediğinde, ilk etki finansal piyasalarda gözlenmekle birlikte, sonraki aşamada mal piyasası da parasal genişlemeden nasibini almaktadır. Ayrıca para talebinin faiz elastikiyetinin zayıf kabul edilmesi veya para miktarındaki değişimin finansal aktiflerin cazibesini değiştirmemesi durumlarında, para miktarındaki değişim finansal kesimde önemli sonuçlar yaratmadan, reel kesime ulaşmakta ve asıl etkisini burada göstermektedir(Paya, 2002:319).

Monetarist yaklaşımlar, fiyatların aşağı ve yukarı yönde oldukça esnek olduğunu savunmaktadırlar. Bu iktisatçılar monopolcü ve oligopolcü ortamların fiyatların serbestçe oluşumunu engelleyebileceğini kabul etmektedirler. Bunu dışında fiyat sisteminin arz ve

talebi yönlendirici gücünü hiçbir şekilde tartışmamakta, mal fiyatlarının arzdaki ve talepteki artış azalmalara karşında oldukça hassas olduğunu kabul etmektedirler.

Monetarist yaklaşımlar, bir malın fiyatında meydana gelecek artışın, diğer mal fiyatlarında azalmalara neden olacağını ve fiyatların dengeleneceğine inanmaktadırlar. Bu sırada para arzı merkez bankası tarafından arttırılmazsa, reel para talebi istenilen seviyenin altında kalır. İnsanlar reel ankeslerini desteklemek için mal almayı azaltırlar. Sonuçta azalan taleple fiyatları başlangıçtaki düzeyine gelir. Bu yüzden merkez bankasının piyasaya para arzını arttırmak şeklinde bir müdahale yapmaması gerekir.

#### **2.1.4. Yeni Klasik Makro İktisat Teorisinde Enflasyon**

Yeni klasik makro iktisat teorisinin temelleri aslında monetarist iktisat teorisine dayanır. Model Keynesyen modele alternatif olarak geliştirilmiştir. 1970’lerde monetarist teoriden ayrılarak yeni bir teoriye dönüşmüştür.

Rasyonel beklentiler teorisi ilk defa 1961’de J. Muth’ un yayınlamış olduğu “Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi” adlı makalesiyle literatüre girmiştir (Muth, 1961). Muth, enflasyon yüksek olduğunda ekonomideki birimlerin “uyumcu beklentiler” (adaptive expectations)’den daha çok , “rasyonel beklentiler” (rational expectations)’e uygun hareket ettiğini söylemiştir. Muth’un yazdığı makaleyi ileriki senelerde Chicago Üniversitesi’nin bir kısım iktisatçıları yeniden ön plana çıkarmışlardır. Bu durum da yeni klasik teoriyi daha güçlü hale getirmiştir. 1970’lerin sonlarına doğru R. Lucas’ın başını çektiği, T. Sargent ve N. Wallace gibi ekonomistler rasyonel beklentiler teorisi ile ilgili önemli makaleleri yayınlamışlardır(Aktan, 2010:183).

Teori ekonominin genel dengesini incelerken Rasyonel Beklentiler Hipotezinden hareket etmektedir. Karar birimlerinin tüm bilgiye önceden sahip olduğu, sistematik hatada bulunmadıkları, hata yapsalar da yaptıkları hataları tekrar etmedikleri ve rasyonel hareket ettikleri varsayımını kabul eden rasyonel beklentiler teorisi enflasyonist sorunlarla mücadele etmek için geliştirilmiş kuramsal yaklaşımlardan biridir. Rasyonel beklentiler teorisi enflasyon şöyle açıklar(Karaçor, 2014:143).

Teori, kişilerin uyumcu (adaptive) beklentilere sahip olmadıklarını, rasyonel beklentilere sahip olduklarını kabul eder. Bu sebeple iktisat politikalarının uygulanması

sirasında hemen karşılık vereceklerini ve bu politikalar ile ilgili tahminleri yenileyeceklerini iddia etmektedir. Bu teoride kişiler uygulanan iktisat politikaları ve politikaların sonuçları konusunda tam bilgiye sahiptirler. Bu durum bireylerin sistematik hata yapmalarına engel olur. Özetle bireylerin rasyonel hareket etmeleri uygulanan iktisat politikalarının istenilen tesiri yaratmalarına engel olur. Teoride kamunun para ve maliye politikaları uygulamaları, işsizlik, fiyat istikrarı ve hâsıla gibi ekonominin değişkenlerini etkilemez. Bu yüzden aktif ekonomi politikaları tercih edilmemeli, istikrarlı politikalar tercih edilmelidir. Rasyonel Beklentiler Teorisinde kamu ekonomide uyulacak kuralları tespit etmeli, bireyler de ekonomide alınan kararlar hakkında bilgi sahibi olmalı ve bu kararların sonuçlarını önceden tahmin edebilmelidir. Mesela para ve maliye politikaları ile ilgili kararlar önceden belirlenmeli ve sıklıkla değişikliğe uğramamalıdır. Zorunlu olarak yapılan değişiklikler de zamana yayılarak uygulanmalıdır. (Aktan, 2010:183).

Teoriye göre, karar birimlerinin rasyonel bekleyişler içinde olması, uygulanan iktisat politikalarına karşı derhal aktif bir tavır sergilemeleri, politikaların etkisizleşmesine neden olacaktır. Karar birimleri politika hakkındaki tüm bilgilere sahip olacaklar ve politika tedbirlerini ve etkilerini önceden bileceklerdir.

## **2.2. Büyüme Teorisi**

Ekonomik büyüme tüm ülkelerin ortak hedefidir. Büyümenin en önemli göstergesi ise ülkenin reel GSYİH ve kişi başına düşen gelirden gerçekleşen artış oranıdır. Ulusal gelirin artması yaşam standardını yükseltmenin temel koşuludur. Büyüme hayat standardının yükselmesi anlamına gelir. Büyüme gelir seviyelerinin artmasına ve dolayısıyla bireylerin daha fazla ve daha kaliteli mal ve hizmet tüketmelerini sağlar. Büyüyen bir ekonomide insanlar maddi ihtiyaçlarını daha üst düzeyde karşılayabilir, daha fazla ve daha kaliteli mal tüketebilirler. Büyüme ile kamu hizmetlerinde de önemli bir artış sağlanır.

Ekonomik büyümenin uzun döneme yayılması arzulanan bir durumdur. Uzun dönemdeki büyüme performansı ülke ekonomilerinin kıyaslanması maksadıyla da kullanılabilir. Örneğin incelediğimiz 2008-2020 döneminde bazı ülkelerin ortalama büyüme oranları, Avusturya'da %0,8, Almanya'da %1,15, İngiltere'de %1,13, Estonya'da %0,47, Güney Kore'de %3,1, Meksika'da %2,6, ABD'de %1,44 olmuştur.

Aynı dönemde Türkiye'deki ortalama büyüme oranı ise % 4,71 olarak gerçekleşmiştir. Seçilmiş bazı ülkeler dikkate alındığında Türkiye'nin sağladığı büyüme oranı önemlidir.

### 2.2.1. Modern Büyüme Teorilerinin Tarihsel Gelişimi

Adam Smith(1776), David Ricardo(1817), Thomas Malthus(1798), Frank Ramsey(1928), Allyn Yuong(1928), Frank Knight(1944) ve Josept Schumpeter(1934) gibi iktisatçılar modern ekonomik büyüme teorilerinin birçoğunu şekillendirmişlerdir. Bunlar; temel denge unsurları, rekabetçi davranışlar ile ilgili yaklaşımlar, azalan getirilerin rolü, büyümenin fiziksel ve beşeri sermaye ile olan birikim ilişkisi, fert başına gelir ile nüfus artış oranı, emeğin uzmanlaşmasının artması ve mal ve hizmet üretimindeki yeni yöntemlerin ve teknolojik gelişmenin tesirleriyle elde edilmeye çalışılan monopolleşme kudretini kapsamaktadır.

Birçok iktisatçı tarafından modern anlamda büyüme teorisinin başlangıcı Ramsey'in makalesidir. Ramsey zaman içinde hanehalkının optimizasyon davranışını analiz ederek büyüme teorisi kapsamında irdelemektedir. Ramsey'in fayda fonksiyonu aynı zamanda Cobb-Douglas üretim fonksiyonu olarak da bilinir. İktisatçılar Ramsey'in düşünceleriyle 1960 yılından önce ilgilenmemişlerdir. İlgiyi arttıran Paul Douglas'ın milli hasıla ile sermaye ve işgücü arasındaki dağılımın değişmediğini gözlemlemesidir. Paul Douglas bir matematikçi olan Charles Cobb'dan girdi, sermaye ve işgücü için bu şartları gerçekleştiren üretim fonksiyonunu oluşturmasını talep etmiştir. Böylece Charles Cobb'un çok bilinen üretim fonksiyonunu ortaya çıkarmıştır.

$$q = A.K^{\alpha}.L^{\beta}$$

Cobb-Douglas üretim fonksiyonu; parametrelerin pozitif, değişkenlerin ise negatif olmayan değerleri için tanımlıdır. (A), ( $\alpha$ ), ( $\beta$ ) fonksiyonun parametreleridir. Buna karşılık (q), (K) ve (L); fonksiyonun değişkenlerini oluşturmaktaydı. Cobb-Douglas üretim fonksiyonunun bazı özellikleri şunlardır;

- Bu biçimiyle Cobb-Douglas üretim fonksiyonu, ( $k = \alpha + \beta$ ) derecesinden homojendir.
- ( $k = \alpha + \beta = 1$ ) özel durumunda, üretim fonksiyonu doğrusal homojendir.

Cobb-Douglas üretim fonksiyonu parametrelerinin birisi olan (A), boyut katsayısı olarak adlandırılır. Böyle adlandırılmasının nedeni bu katsayının alacağı değer, (K) ve (L)'yi ölçmekte kullanılan ölçü birimlerinden etkilenmesidir. Bir başka deyişle, (K) ve



(L)'yi ölçerken, şu yada bu birimin kullanılması etkisini, doğrudan doğruya bu katsayılar üzerinde gösterir. (Bulmuş, 2003:136)

Harrod ve Domar emek ve sermaye arasında çok az ikamenin söz konusu olduğu bir üretim fonksiyonu düşünmüştür. Bu nedenle kapitalist sistemin doğası gereği istikrarsız olduğunu ileri sürmüşlerdir. Modelin temel amacı kısa dönem bir teori olan Keynes'in genel teorisine dinamik bir yapı kazandırmaktır. Roy. F. Harrod 1939 yılında net yatırımların ekonomide üretim artışını mecburi kıldığı, eğer üretim artışı olamazsa, bazı kapital mallarının boşa kalacağını belirtmiştir. 1939 yılında yayımladığı “Dinamik Teori Üzerine Bir Deneme” adlı makalesi ile Harrod Keynesyen teorisinin dinamikleştirilmesi gerektiğine dikkat çekmiştir(Savaş, 2000:819).

Harrod'dan 8 yıl sonra Amerikalı iktisatçı Evsey D. Domar American Review'da yayınlanan “Büyüme ve İstihdam” adlı makalesinde Harrod'un görüşlerine benzeyen görüşler açıklamıştır. Bu iki görüşün birbirine olan yakınlığı nedeniyle daha sonra model Harrod-Domar modeli olarak anılmıştır(Savaş, 2000:826).

Neo-Klasik büyüme teorisinin geliştirilmesinde en büyük katkı Solow ve Swan'a aittir. Ancak literatürde daha çok Solow'un ismi ön plana çıktığı için Neo-Klasik teori “Solow Modeli” olarak da bilinmektedir. Solow'un 1956 yılında temellerini attığı Neo-Klasik büyüme teorisinde, ekonomide istikrarsızlık yaratan unsurları araştırarak bunların nasıl bertaraf edilebileceğinin yollar aranır. Nüfus artışı ve teknolojiye meydana gelen değişimlerin, tasarruf ve yatırım kalemleri aracılığıyla büyümeyi nasıl etkilediğine açıklık getirmeye çalışır. Neo-Klasik büyüme modalinde üretim teknolojisi, üretim sürecinin girdilerini oluşturan emek, sermaye ve doğal kaynakların üretime yaptığı katkıda belirleyici bir unsur olarak üretim fonksiyonunda yer almaktadır. Teknolojik gelişme ve nüfusun artması, büyümenin belirleyicisi dışsal değişkenler olarak modele dâhil olur.

Solow modeli büyümeyi teknolojik ilerleme ile açıklamaktadır. Fakat modelde teknolojik ilerleme dışsal olarak kabul edilmiştir. Teknolojik ilerlemenin nasıl ortaya çıktığı modelde açıklanmamıştır. Solow'un modelindeki bu eksiklik, öncülüğünü Paul Romer ve Robert Lucas'ın yaptığı, 1980 yıllarda ortaya çıkan ve İçsel Büyüme Teorisi olarak adlandırılan alternatif yaklaşımın ortaya çıkmasına neden olmuştur. İçsel Büyüme Teorisi büyümeyi etkileyen ekonomi politikalarını açıklayarak büyümenin nasıl meydana geldiğini ortaya koymaya çalışmaktadır (Ünsal, 2013:672).

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### YENİ KEYNESYEN İKTİSAT VE DİNAMİK STOKASTİK GENEL DENGE MODELİ

Birinci Dünya Savaşından sonra ortaya çıkan ve sonraki otuz yıl boyunca dünyada hâkim olan Keynesyen iktisat ve ondan sonra gelen Neo Klasik sentez 1970'lerde karşılaşılan petrol kaynaklı krizlere karşı politika üretmeyince tartışılmaya başlandı. Keynesyen görüşün eleştirildiği nokta, Phillips Eğrisi'nin gösterdiği enflasyon ve işsizlik arasında olan zıt ilişkinin gerçekleşmemesi ve ortaya çıkan stagfasyondur. Bu sebeple Keynesci görüşler yerini Milton Friedman'ın öncülük ettiği paracı görüşlere bıraktı. Bu dönemden sonra hâkim iktisadi görüş monetarizmdi. Fakat ABD ekonomisinde 1979'lu yıllarda ortaya çıkan yüksek enflasyon monetarist görüşlere olan inancın sarsılmasına neden oldu. Daha sonra ise Yeni Klasik Makro İktisat Teorisi, iktisat literatürüne Rasyonel Bekleyişler Teorisi ve Lucas Kritiğini kattı. Rasyonel Bekleyişler Teorisi, ilk kez 1961'de John Muth tarafından mikro iktisatta yapılan çalışma ile ortaya çıkmıştır. Teoriye göre ekonomideki karar vericiler bir değişkenin gelecek değerini tahmin ederken bu değişkeni ileriki dönemlerde etkileyeceğine inandıkları ellerindeki bütün bilgiyi en etkin şekilde kullanabilirler(Bocutoğlu, 2013:230). Rasyonel Beklentiler Hipotezi kendinden sonra gelen birçok iktisatçı tarafından da kabul gördü. Yeni Klasik Makro İktisat Teorisinin ikinci katkısı olan Lucas Kritiğine göre ise, 1970'lerden önceki yıllarda, ekonomi politikalarının sonuçlarını ölçmek amacıyla kullanılan ekonomik modeller sabit katsayılar üzerine şekillendirilmişti. Bu katsayılar uygulanan politikalar değiştiğinde de sabit kalmaya devam etmekteydi. Uyumcu bekleyişler olarak da adlandırılan bu varsayıma göre, modelin katsayıları politika değişmelerinden etkilenmezdi. Lucas'a göre ekonomik karar birimleri Rasyonel Beklentiler Hipotezine göre beklentilerini oluşturdukları için, uygulanan politikada bir değişme olduğu zaman modelin katsayılarının değişeceğini varsayar. Bunun için kullanılan ekonomik modeller politika alternatifleri karşısında etkisiz kalabilir ve doğru sonuçları vermeyebilir. Halbuki Rasyonel Beklentiler Hipotezinin modele dâhil edilmesi ile birlikte ekonomik karar birimleri politika değişmelerine süratle cevap vereceği için, modelin katsayıları da değişecektir(Bocutoğlu, 2013:255).

### 3.1. Yeni Keynesyen İktisadın Ortaya Çıkışı

Yeni Keynesyen iktisat diğer iktisadi görüşlere kıyasla homojen bir yapıya sahiptir. Bu okulu temsil eden iktisatçılardan bazıları Mankiw, Gordon, Fischer, Lindbeck, Summers, Blinder, Yellen, Parkin, Okun, Romer ve Stiglitz'dir (Bilir, 2017:192).

Yeni Keynesyen iktisadın ortaya çıkış amacı 1970'li yıllarda gözden düşen Keynesyen İktisadı yeniden önemli hale getirmektir. Bunun için Yeni Klasiklerin eleştirilerine cevap vermeleri gerekiyordu. Keynesyen İktisat'ın makro temellere dayanması ve mikro temelleri analizlerinin dışında bırakması zamanla etkinliğini kaybetmesine neden olmuştu.

Yeni Keynesyen iktisatçılar, Keynesyen iktisadın ilkelerine bağlı kalarak Keynesyen iktisadın mikro temellerini oluşturmak için çaba gösterdiler. Yeni Keynesyenler, makro teorinin mikro temellerini oluşturmak için yaptıkları çalışmaları iki ana grupta devam ettirmektedirler. İlk gruptakiler, geçerliliği halinde Walrasyen Arrow-Debreu modelini etkisiz kılan, ücretlerdeki ve nominal fiyatlardaki katılımlarla ilgilienmektedirler. İkinci gruptakiler ise, fiyatlar ve ücretler esnek olsa dahi, geçerliliği halinde, ekonomide yine Walrasyen olmayan neticeleri elde edeceği, piyasa başarısızlığı ve asimetrik bilgi konuları üzerinde durmaktadırlar (Büyükkın, 2007:27).

#### 3.1.1. Nominal Fiyat ve Ücret Katılımları

Yeni Keynesci Okulun makro iktisadı mikro temellere dayandırma çabasının ilki, nominal fiyat ve ücret katılımlarıdır. Ücret katılımları, nominal ücretlerde, çoğunlukla karşılaşılan şoklara verilen tepilerin gecikmesi ve ücret ayarlamalarının hemen yapılmaması durumunda ortaya çıkar (Bilir, 2017:189).

Yeni-Keynesyen İktisatta nominal ücretlerdeki katılımları açıklayan görüşlerden birincisi, Fischer (1977), Taylor (1977), ve Caplin ve Spulber (1987) tarafından ileri sürülen "Aşamalı Sözleşmeler" veya "Zamana Yayılan Ücret Sözleşmeleri" modelidir. Buna göre, ücret yapışkanlığının temel nedeni ücret görüşmelerinin belirli periyotlar için yapılması ve belirlenen ücretlerin bu periyot boyunca değişmemesidir. Modelin iki önemli varsayımı vardır. Birincisi, ücret sözleşmelerinin aşamalı olarak yapılmasıdır.

Ekonomide mevcut bulunan tüm ücret sözleşmelerinin aynı zamanda yapılmaması bu durumu ortaya çıkartır. İkincisi, işletmeler (ve sendika yöneticileri) çalışanların ücretlerini tespit ederken, diğer firmalar tarafından belirlenen ve kendi sözleşme dönemleri boyunca sabit kalacak ücret oranlarını dikkate almaktadırlar(Bilir,2017:194).

Yeni-Keynesyen okul, nominal katılıkları açıklamak üzere teoriler geliştirmiştir. Bu teoriler, zamana yayılan sözleşmeler, mönü maliyetleri ve ücret endekslemesi olarak isimlendirilmiştir.

### **3.1.1.1. Zamana Yayılan Sözleşmeler**

Zamana yayılan sözleşmeler modelinde; firmaların daha fazla işgücü talep ettiği zamanlarda, işçiler daha fazla ücret talebinde bulunurken, işletme sahipleri sözleşme dönemlerinde ortaya çıkan farklılıklardan faydalanmaya çalışmaktadırlar. Yani sözleşme dönemleri ile ücret görüşmeleri farklı zamanlarda gerçekleşmekte ve bu da ücretlerin yavaş ayarlanmasına neden olmaktadır. Bu sonuç ücret katılıkları olarak ortaya çıkar. Modele göre, ücretler belirlenirken hem geçmişteki hem de gelecekteki unsurlar birlikte değerlendirilmeli ve ücretler buna göre belirlenmelidir. Geçmiş unsurlardan kasıt daha önceki yılda imzalanan sözleşmeler o yıldaki cari fiyatlara etki yansıtmaktayken, gelecek yıllarla ilgili beklentiler ve uygulanacak politikaların içinde bulunulan döneme yaptığı etki ise geleceğe yönelik unsurları kapsamaktadır. (Saydam,2010:248).

Zamana yayılan ücret sözleşmeleri yaklaşımı birçok makroekonomik sorunlara sebebiyet verse de mikro hedefleri de bulunmaktadır. İçinde bulunulan durumdaki ekonomi hakkında tüm bilgilere ulaşamayan işletmelerin rakip firmaların ücret ve fiyat tespitlerini takip etmek oldukça önemlidir. Bu yüzden modelin hem firmalara hem de çalışanlara ücret ve fiyatlardaki değişiklikler ile ilgili önemli bilgiler verdiği kabul edilmektedir. (Saydam,2010:248).

### **3.1.1.2. Mönü Maliyetleri**

Yeni Keynesçilerin ileri sürdüğü ve mal piyasasındaki katılıkları anlatmakta kullanılan mönü maliyetleri, zamanla emek piyasasına uyarlanmış ve buradaki oluşan nominal ücret katılıklarının açıklanmasında kullanılmıştır. Emek ve mal piyasasında bu

teorinin aynı şekilde kullanılmasının sebebi ücretlerin ve fiyatların oluşumuna olan benzerliği olduğu ileri sürülmektedir (Saydam,2010:248).

Emek piyasasındaki katılıkları açıklamak için kullanılan mönü maliyetlerinin ana görüşü nominal ücretlerin değişmemesi düşüncesinden hareketle oluşturulmuştur. Ücretlerin değişmemesinin önemli sebebi işletmelerin bu işlemi maliyetli bulmalarından kaynaklanır. Bu maliyetler ödemelerdeki değişmelerin yönetimde oluşturduğu maliyetleri ve hatta daha da önemlisi gelirdeki ve ücretlerdeki değişikliğin performans değerlendirme ve antlaşmaları etkilemesini de kapsamaktadır(Kahn,1997:993).

Mönü maliyetleri teorisi kısa dönemli antlaşmalarda etkisini daha fazla göstermektedir. Bunun sebebi, kısa dönemde talep edilen ücret değişikliğinin ya hiç olmaması ya da daha az olmasıdır. Diğer taraftan kısa dönemli antlaşmalarda sendikalar ücretlerin sabit tutulmasını daha kolay kabul ederler. Kısa süreli sözleşmelerin aşağıya doğru ücret katılığı taşımalarına neden olur. (Saydam,2010:249).

Mankiw'e (1990) göre, işletmeler fiyatları belirledikten sonra menü maliyetleri yüksek olmadığında fiyatları değiştirmektedirler. Menü maliyetlerinin diğer bir etkisi toplam talebin düştüğü dönemlerde fiyatların aşağı düşmesini engellemesidir. Bu görüşe göre, tam rekabetin olmadığı ekonomilerde, fiyatları belirleyenler açısından nominal katılıkların maliyetinin, makroekonomik etkilerinden daha küçük olabileceğini göstermektedir. Fiyatları etkileme gücüne sahip olan tüm piyasa aktörleri bu güçlerini elde edilen çıktıyı etkilemek için kullanmayı tercih etmektedirler. Bu sebeple, doğal çıktı oranı toplumsal optimumun altına düşmekte ve doğal orandan bu sapmalarda ücreti belirleyen tarafların maruz kaldığından daha fazla bir toplumsal maliyete neden olmaktadır. Ayrıca doğal çıktı oranının optimum seviyenin aşağısında gerçekleşmesi genişleme ve daralma dönemleri arasında bir zıtlık meydana getirmektedir. Özel dürtüler, toplam talepteki artışlar fiyat ayarlamasının fazla yapılmasına; toplam talepteki azalmalar fiyat ayarlamasının daha az yapılmasına sebep olmaktadır. Bunun sonucunda ekonomideki nominal fiyatların seviyesi yükselebilir ama fiyat seviyesinin düşmesi pek mümkün olmaz. Bunun anlamı fiyatların aşağı yönlü yapışkanlığıdır. (Bilir,2017:195).

Bu katılıkların bulunmadığı ve fiyatların esnek olduğu durumda ekonomi şoklara karşı ayarlanır. Bir başka görüş; ekonomide ücret ve fiyat katılıklarının artmasının

ekonomideki daralmayı arttırabileceğidir. Bu, ekonomideki temel sorunun fiyat ve ücret katılıkları olmadığı anlamına gelir. Zira ücret ve fiyatlar oldukça esnek olsa dahi elde edilen çıktı düzeyi ve istihdam seviyesi istikrarlı olmayacaktır.(Saydam.2010:243).

### **3.1.1.3. Ücret Endekslemesi**

Ücret endekslemesi ücretlerdeki artışın fiyat endeksindeki artışa göre otomatik olarak yapılmasıdır. Ücret endekslemesinin, en çok kullanıldığı dönem 1970'lerde yaşanan arz şoklarının olduğu dönemdir. Ücret endekslemesinin birinci amacı çalışanların satın alma güçlerinin dalgalanmasını engellemektir. Bunu yanında nominal dalgalanmaların reel makroekonomik etkilerinin azaltılmasına yardımcı olması da beklenmektedir. Fakat bu beklentiler 1970'lerde yaşanan arz şokları sırasında gerçekleşmemiş ve ücret endekslemesi istikrarsızlıkları azaltmamış, aksine istikrarsızlığı artırması durumuyla karşılaşmıştır.

Nominal ücretler, belirli bir periyot için yapılan sözleşmeler ile oluşmaktadır. Ücret görüşmelerinde yapılacak değişiklik iki şekilde yapılır. Birincisi yıl içerisinde ücretleri etkileyen unsurları kapsayan bir program yapılması ve ücret değişikliğinin bu programa göre yapılmasıdır. İkincisi ise gelecekteki enflasyon beklentisine göre belirlenecek nominal ücretlerin varlığına dayanan hayat pahalılığı (cost of living agreements) olarak kabul edilir. Bu anlaşma çalışanların ücret seviyelerini korumak için yapılır. Bu yapılmadığı zaman enflasyonun reel ücretleri azaltabileceği düşünülür. Hayat pahalılığı anlaşmasıyla ücretler tüketici fiyatlarına endekslediği için tüketicilerin fiyat artışlarına karşı korunması sağlanmıştır. Aslında antlaşmanın enflasyona karşı duyarlı olması, fiyat ve ücretleri belirleyeceklerin enflasyon düşük olduğunda enflasyonu dikkate almamaları, yüksel olduğunda ise fiyatlara ve ücretlere yüksek enflasyonun etkilerini yansıtmaya meylinde olmalarından kaynaklanmaktadır. Öte yandan enflasyonun yüksekliğinin nedeni reel şoklar değil de parasal şoklar olması durumunda endekslenen sözleşme sayısı daha fazla olacaktır. (Saydam,2010:250).

Sonuç olarak ücret endekslemesi arz şoklarının olduğu dönemlerde daha önemli sorunlara sebep olabilirken, para politikalarının elde edilen hâsıla üzerindeki reel etkilerini azaltmaktadır. Ayrıca yapılan endeksleme enflasyon karşısında tam koruma

sağlayabiliyorsa para politikasının elde edilen hâsıla üzerindeki reel etkilerini tamamen ortadan kaldırmaktadır(Saydam,2010:250 ).

### **3.1.2. Asimetrik Bilgi ve Piyasa Başarısızlıkları**

#### **3.1.2.1. Asimetrik Bilgi**

Uzun zamandır ekonomi literatüründe tartışılan asimetrik bilgi ve temelinde piyasa başarısızlığı olduğu düşüncesi hemen hemen tüm iktisatçılar arasında kabul edilen bir görüştür. Asimetrik bilgi veya tarafların aynı seviyede bilgiye sahip olmamaları olarak açıklanan yaklaşımı ilk olarak ileri süren Yeni Keynesyen iktisatçılardan George Akerlof, Joseph Stiglitz ve Michael Spence'tir.

Bilgi hakkında daha önce de çalışmalar yapılmıştı. Fakat1980'lere gelinceye kadar bilginin, bir piyasa başarısızlığı argümanı olduğu iddia edilmemiştir. 1970 yılında G.A. Akerlof " The Market for Lemons: Quality, Uncertainly and Market Mechanism" adlı çalışması ile literatüre katılmıştır. İlk başlarda ikinci el otomobil piyasasında ve sigortacılık alanını kapsayan "ters seçim" ve "ahlaki tehlike" olarak isimlendirilen görüş, ilerleyen zamanda yapılan ilavelerle günlük hayatta karşılaşılan birçok olayda uygulanabilir hale dönüşmüştür. Böylece neo-klasik teorinin tüketicilerin ve üreticilerin tam bilgiye sahip olduklarını kabul eden tam rekabet piyasası yaklaşımına göre, bu durumun bir piyasa başarısızlığı olması iddiaları belirginleşmiştir. (Alp ve Karakaş.2008:217). Fakat bu duruma verilen önem konusunda iktisatçılar arsında tam bir görüş birliği yoktur. Örneğin, J. Stiglitz'e göre, Yeni Keynesyenlerin tamamı piyasa aksaklıklarının varlığını kabul eder ve önemli bulur. Hükümetlerce uygulanacak politikaların sonuçları ve makro iktisadi olguların kusursuz piyasa modellerine göre gerçeğe daha yakın oldukları konusunda ortak fikre sahip olduğundan söz ettikleri için bu anlamda bunlara yeni piyasa başarısızlıkları teorisyenleri de denilmektedir.

Asimetrik bilginin varlığının finansal piyasalar ve ekonomik krizler üzerinde önemli etkileri de bulunmaktadır.

Bu Yaklaşımın iddiası, ekonomide alınan mal ve hizmetlerin tümünde, ekonomik karar birimlerinin farklı bilgilere sahip olmasıdır. Buna asimetrik bilgi denir. Asimetrik bilginin bulunması, rekabet şartlarının bozulduğu böylece alıcı ve satıcılardan birinin

diğerine üstünlük sağladığı bir durum oluşturur. Bu da bir piyasa aksaklığıdır ve düzenleme ile giderilmesi gerekir.

### **3.1.2.1.1. Asimetrik Bilginin Finansal Sisteme Etkisi**

Geleneksel dağılım modelinde firmalar ve tüketiciler piyasa aracılığıyla bir araya geldikleri ve bu durumda Pareto optimumu sağlandığı için finansal araçlara gerek kalmaz. Fakat etkinlik güçlü değilse finansal araçlar refahın artmasında önemli hale gelir. Finansal kurumların yerine getirdiği bazı fonksiyonlar ise:

- Mal ve hizmetlerin değişimine yardımcı olur
- Belli bir büyüklükteki finansmanı sağlamak için tasarruf birikimini sağlar, riski dağıtarak mülkiyetin tabana yayılmasını sağlar
- Fiyat hakkında bilgi verir
- Asimetrik bilgi sorununun çözülmesine yardımcı olur

Mikroiktisat teorisine göre bireyler elde ettikleri mal ve hizmetlerin tüm özelliklerini biliyorlardır. Ayrıca tüketiciler mal ve hizmetleri üretenleri de her zaman denetleyebilirler. Ancak finansal pazarlardaki katılımcıların farklı bilgi seviyelerinde olması ve sözleşmelerin kontrol ve uygulama süreçlerindeki maliyetler asimetrik bilgi sorununu ortaya çıkarmaktadır(Çetinkaya,2012:58). Asimetrik bilgi, denince akla ters seçim ve ahlaki tehlike gelmektedir.

Kredi piyasasında ters seçim problemi, bankaların kredi müşterileri hakkında tüm bilgilere sahip olmadığı durumda gündeme gelir. Kredi veren kuruluşların, kredi alanların borçlarını ödeme gücü hakkında yeterli bilgiye sahip olmaması ters seçim sorununa sebep olmaktadır. Kredi piyasasında riski yüksek ve geri ödeme yeteneği az olan kredi talep eden kişiler, riski düşük ve ödeme yeteneği yüksek müşterileri piyasadan kovacaktır(Yiğitbaş,2015:16). Ödeme yeteneği yüksek olmayan müşteriler veya yatırımcılar, kendilerini olduğundan daha iyi göstermeye çalışabilecektir. Yine bankadan kredi almak için daha istekli olacak ve bankaya daha yüksek faiz önerebilecektir. Bu da krediyi daha çabuk almaları sonucunu doğurabilecektir. Bu durum asimetrik bilginin ortaya çıkması durumudur.



Asimetrik bilgi denilince akla gelen ikinci konu ise ahlaki tehlikedir. Ahlaki tehlike kredi alan kişi ve firmanın kredi aldıktan sonra kredi ödemesini tehlikeye atacak şekilde iş ahlakına uygun olmayan (istenmeyen) şekilde davranmasıdır. Kredi veren finansal kurumlar, kendilerine kredi için başvuranlar hakkında detaylı araştırmalar yapmaktadırlar. Yine de kredi alanlar daha sonra getirisi daha yüksek riskli seçimler yapabilirler. Bu durum bankaların karşılaştığı kredinin geri ödenmeme riskini arttırmaktadır(Yiğitbaş,2015:16). Bu durumda kredi kuruluşları güvendiği müşterilerine kredi açma yoluna gitmekte ve finansal sistemin etkin çalışması engellenmektedir. Asimetrik bilgi iki temel sebepten finansal istemi etkiler. Bunlar güven sorunu ve kısa dönemde fiyat dalgalanmalarının olmaması şartıdır.

Finansal şoklar, bilgi akışına mani olarak, kaynakların verimli dağılımı problemini doğurmaktadır. Piyasalarda asimetrik bilgi problemini ortaya çıkaran bu durum istikrarsızlık oluşturmakta ve bankacılık sektöründe krize neden olmaktadır. Bu manada asimetrik bilginin kredi ve sermaye piyasasında etkisi önemlidir.

#### **3.1.2.1.2. Asimetrik Bilginin Ekonomik Krizlere Etkisi**

Finansal krizler piyasalardaki yüksek oranlı dalgalanmalar ve finansal sistemde geri dönmeyen kredilerin önemli miktarda çoğalması sonucunda ekonomilerin karşılaştığı durum olarak tanımlanır.

Finansal krizlerde çoğunlukla kısa vadeli fonlar ülkeyi terk eder. Bu ilk önce döviz kurunda daha sonrada enflasyon oranında yukarı doğru hareketliliğe sebep olur. Enflasyon ve faizlerin artması üretim ve yatırımların azalmasıyla devam ederek hasılayı düşürür. Krizlerin diğer bir özelliği de ülkelerarası etkisinin varlığıdır. Krizin olduğu ülke ile ekonomik ilişkisi bulunan ülkelerde de hissedilir. Üretimin azalması ithalat azalışını beraberinde getireceğinden karşı ülkede krizden etkilenmiş olur. Kriz kamu harcamalarında da değişmelere neden olarak ekonomiyi etkiler(Çetinkaya,2012:60).

Bütün bunların en önemli nedenleri arasında asimetrik bilginin varlığı gelir. Asimetrik bilginin olması enflasyona, deflasyona ve stagfasyona neden olabilir. Enflasyonun yükselmesi ve geleceğe yönelik belirsizlik nedeniyle ekonominin durgunlaşması sonucunda stagflasyon ortaya çıkabilir. Toplam talepte meydana gelen

azalmalar ekonomide deflasyonun olmasına ve ülke ekonomilerinde hasılanın arttırılamamasına neden olabilir.

Bu sayılanların hepsi 2008 krizinden sonra ortaya çıkmıştır. Kriz sonrasında gelişmekte olan ülkeler enflasyon ve stagflasyon ile mücadele etmek zorunda kalırken, gelişmiş ülkeler deflasyon ile mücadele etmektedirler.

### **3.1.2.2. Piyasa Başarısızlığı**

1950'li yıllarda Neo-Klasik iktisatçıların literatüre kazandırdığı refah teorisi veya diğer bir adıyla piyasa başarısızlığı teorisine göre; gerçek hayattaki piyasalar ile iktisat teorisindeki piyasalar aynı değilse piyasa başarısızlığı vardır. Piyasa ekonomisinin teorik alandaki yansıması devletin ekonomiye müdahalesi için sebep olmuştur. Bu konudaki ilk açıklamalardan biri Jack Ochs'a aittir. Ochs'a göre; "Eğer iki farklı sistemden biri Pareto optimumunu gerçekleştiriyor ikincisi ise gerçekleştiriyorsa, devletin ekonominin daha iyi olduğu sistemi sağlayacak iktisat politikalarını uygulamaya koyması gerekebilir." Piyasa ekonomisinin her zaman Pareto optimumuna ulaşamadığı bazı durumların var olduğu kabul edilmiştir(Özkıvrak,2018:40). Piyasa başarısızlığı ile ilgili birden çok yaklaşım vardır.

Klasik iktisat teorisine göre devletin ekonomiye müdahalesine gerek yoktur. İlk zamanlarda uygulanabilir olan bu görüşün zamanla ortaya çıkan sonuçlarına bakıldığında kaynakların etkin olarak tahsis edilmediği ortaya çıkmıştır. Bunun manası piyasa mekanizmasının kendiliğinden dengeye gelemediğinin kabul edilmiş olmasıdır. Neo-klasik iktisatçıları tarafından geliştirilen piyasa başarısızlığı teorisi, klasik düşüncüyü bu konuda tamamlamanın bir ürünü olarak ortaya çıkmıştır. Piyasa başarısızlığı teorisinin temel varsayımına göre; piyasada alıcılar ve satıcılar fiyatı belirleyemediği sürece belirli şartlar altında Pareto optimumu ile kaynak tahsisi gerçekleşir. Diğer bir ifade ile Pareto optimumunun gerçekleşmesi belli şartlara bağlıdır. Bunun için, ilk olarak tam kamusal malların olmaması, ikinci olarak ekonomide dışsallıkların olmaması ve son olarak da ölçeğe göre artan getirinin olmasıdır. Eğer bu şartlar bir arada yoksa piyasa başarısızlığı mevcuttur. Piyasa başarısızlığı teorisine göre; devletin piyasaya müdahale etmesine karşı yaklaşım terkedilmiş ve belirli sınırlar içinde devletin piyasaya müdahalesinin teorik çerçevesi oluşturulmuştur(Özkıvrak,2018:42).

### 3.2. Dinamik Stokastik Genel Denge Modelleri

Genel denge 19. yüzyılda birden fazla pazarın olduğu bir ekonomiyi modellemek için oluşturulmuştur. Walras'ın modeli, ilk olarak reel konjonktür dalgalanması ve dinamik stokastik genel denge modeli olarak değişmiştir. Fakat genel denge modeli olma özelliği aynı kalmıştır.

Merkez bankaları 1990'lı yılların sonlarından bu yana makroekonomik değişkenlerin tahmini ve uygulanan parasal politika kurallarının değerlendirilmesi için DSGE modellerini kullanmaktadır. DSGE modellerinin özelliği; ilk olarak modeller dinamiktir. Modelin dinamikliği değişkenlerin zamanla ortaya çıkan değişiklikleri dikkate almasını sağlar. Değişkenlerin geçmiş, bugünkü ve gelecekteki değerleri dikkate alınır. Model stokastiktir, ekonomiyi rastgele ortaya çıkan şoklara açık hale getirdiği için stokastiktir. Üçüncü olarak modelde tüm piyasalar dengededir.

## DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

### MERKEZ BANKASININ PARA POLİTİKALARI

#### 4.1. Geleneksel Para Politikaları

Merkez bankalarının temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Çünkü ülkede fiyat istikrarının sağlanması diğer alanlarda da istikrar kazanılmasına yardımcı olur. Merkez bankaları bu amaçla para politikasını yürütmektir. Merkez bankalarının uyguladıkları politikalar ekonominin durumuna göre veya dünyadaki genel konjoktüre göre değişebilmektedir. Bu anlamda uygulanan politikaların değişiminde 2008 yılında karşılaşılan küresel kriz bir dönüm noktası olmuştur. 2008 krizinde karşılaşılan problemlerin çözümünde o güne kadar uygulanan araçların çözüm için yeterli olmadığı görülmüş ve yeni politikalara ve araçlara ihtiyaç duyulmuştur. Uygulanan politikadaki bu değişim 2008 krizinden önce uygulanan politikaların geleneksel para politikası, 2008 krizi sonrasında uygulanan politikaların ise geleneksel olmayan para politikası olarak adlandırılmasına neden olmuştur. Bu bölümde ilk önce geleneksel para politikaları hakkında bilgi verilmekte, asıl konumuz olan geleneksel olmayan para politikaları ise bir sonraki bölümde ele alınmaktadır.

Geleneksel para politikaları denilince, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılıklar, döviz işlemleri, reeskont oranlarının tespiti, kredi tavanı ve rezerv oranının tespiti gibi politikalar akla gelir.

##### 4.1.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ) bir merkez bankası tarafından piyasadaki menkul kıymetlerin satılması veya satın alınması işlemlerini kapsayan bir para politikası aracıdır.

İşlemler çoğunlukla merkez bankalarının bünyesindeki bir kurul tarafından yapılır. Merkez bankalarının açık piyasa işlemlerinde hangi menkul kıymetler üzerinden işlem yapabilecekleri kanunlar tarafından belirlenmektedir.

APİ, bankacılık sistemindeki kredilerin düzenlenmesinde oldukça etkilidir. Merkez bankaları, bankalardan menkul kıymet satın aldığında banka rezervlerinde artış

olur. Artan likidite bankalar tarafında kredi verilmesinde kullanılır. Benzer şekilde bankalar arası borç alma ve verme işlemlerinde de artan likiditenin etkisi görülür. Tüm bu işlemler borçlanma maliyetlerini düşürerek ekonominin teşvik edilmesini sağlar.

APİ kalıcı ve geçici işlemler olmak üzere iki şekilde uygulanır. Kalıcı APİ daha çok ABD Merkez Bankası FED tarafından uygulanır. FED'in portföyündeki System Open Market Operation (SOMA) hesabında bulunan menkul kıymetlerin alış ve satışını içerir. Kalıcı APİ'ler FED'in bilançosunun genişlemesine sebep olan uzun vadeli işlemleri finanse etmek için kullanılır. Finansal krizde ve devamında uzun vadeli faizlerin aşağıya düşmesi ve finans piyasalarını daha elverişli hale getirmek için kalıcı APİ'ler kullanılmıştır. Kalıcı APİ'ler halen FED tarafından Amerikan hazinesine ait menkul kıymetlerin devredilmesi gibi politikalarda kullanılmaya devam etmektedir.

Geçici APİ ise, çoğunlukla piyasadaki rezervlerdeki geçici ihtiyaçları karşılamak için yapılan işlemlerdir. Merkez bankaları tarafından yapılan repo ve ters repo işlemleri bu türden işlemlerdir. Repo işleminde bir bankanın merkez bankasından menkul kıymeti daha sonraki bir tarihte satma taahhüdüyle satın alma işlemidir. Menkul kıymetin faiz oranı olan alış ve satış fiyatları arasındaki farkı merkez bankası kısa vadeli teminatlı bir krediye dönüştürebilir. Ters repo işleminde banka portföyündeki menkul kıymetleri ileri bir tarihte satın alma anlaşması ile merkez bankasına satar. Geçici APİ'nin sık sık kullanıldığı diğer bir alan ise gecelik repo ve ters repo işlemleridir.

#### **4.1.2. Döviz İşlemleri**

Döviz rezervleri, karşılaşılması muhtemel dış ödeme güçlüklerinde kullanılmaya hazır dış varlıklar şeklinde tanımlanır. Rezervlerin kontrolü para otoritesindedir. Döviz rezervlerinin kullanım alanları oldukça fazladır. Bunlar doğrudan finansman kaynağı olmak, dış ödeme sıkıntıları olduğu durumlarda karşılaşılan güçlüklerden kaynaklı olumsuzlukların dolaylı olarak giderilmesini sağlamak, döviz kurunu etkileyerek piyasalara müdahale etmek şeklinde sıralanabilir. Başka bir deyişle rezervler vasıtasıyla elde edilen likidite, ekonominin krize girdiği dönemlerde toplam tüketimin düşmesini engelleyebildiği gibi yaşanan sermaye çıkışlarını da dengeleyerek krizin derinleşmesinin önüne geçebilmektedir. (TCMB, Ödemeler Dengesi Raporu, 2012-IV:27).

Döviz rezervleri, ülkede geçerli olan döviz kuru rejiminin ve para politikasının devamlılığına da katkı sağlayarak karşılaşılan krizlerin önlenmesine yardımcı olur ve böylece makroekonomik hedeflere ulaşılmasını kolaylaştırır. Bir dönem merkez bankaları tarafından uygulanan sabit kur sisteminde, merkez bankaları yerel paranın sabit bir kur üzerinden yabancı paraya dönüşümünü garanti altına almıştı. Merkez bankalarının bu dönüşümü sağlayabilmek için döviz rezervi tutmaları gerekmiştir. Daha sonrasında ise dünya ekonomisinde yaşananlar sonucunda sabit kur rejimi yerini esnek ve dalgalı kura bırakmıştı. Uygulanan kur rejimi sabit kurdan serbest kur rejimine dönüşse bile ülkelerin merkez bankalarının rezervlere bakış açıları değişmeyerek rezerv miktarları azalmamıştı. Özellikle de, gelişmekte olan ülkeler, uluslararası finansal piyasalarda ülkeye duyulan güveni arttırmak, dış borç ödemelerini kolaylıkla gerçekleştirmek, ülke risk priminin azalması yoluyla borçlanma maliyetlerini düşürebilmek, dış kırılganlık göstergelerinin iyileşmesine katkıda bulunmak ve ekonomilerini iç ve dış şoklara karşı korumak için artan miktarda döviz rezervi tutma eğiliminde olmuşlardır.

Rezerv artışlarının devamında bu rezervler etkili olarak yönetimi de önemli hale gelmiştir. Rezervlerin uygulamasında yapılan yanlışlıklar ülkenin kredibilitésinin düşmesine neden olabileceği gibi ülkenin risk primini de arttırabilir. Bu kapsamda doğru rezerv yönetimi politikalarının, gelişmiş ve etkili operasyonel kontrollerin varlığı ve etkin bir yönetim sisteminin önemi artmaktadır.

Tüm bunların sonucunda ekonomi politikaları kapsamında, Merkez Bankası, döviz rezervlerinin güçlendirilmesi hedefi doğrultusunda artan döviz rezervlerinin ve karşılaşılan risklerin yönetimi, değişen ekonomik şartları yakından izleyerek döviz yönetim sistemini daima geliştirmektedir. (TCMB, Döviz rezerv yönetimi 2018:2)

#### **4.1.2.1. Döviz Rezerv Yönetiminin Amaçları**

Merkez Bankasının temel görevi fiyatların istikrarını sağlayacak finansal şartların oluşmasını sağlamaktır. Bu kapsamda, Merkez Bankasının üstlendiği rezerv yönetimi ülkenin para ve kur politikaları, döviz kuru rejimi ve döviz cinsinden iç ve dış borçlarının geri ödenmesinde oldukça önemlidir. Bu yüzden rezerv yönetimindeki önceliklerin ve hedeflerin belirlenmesinde oldukça önemlidir. Bu öncelikler, Kanun'un 53. maddesinde "güvenli yatırım, likidite ve getiri" olarak açıkça yazılmaktadır. Bunun anlamı

önceliklerin sıralanmasında, sermayenin korunması ve gerekli likiditenin sağlanması kısıtları altında kabul edilebilir bir getirinin elde edilmesi anlamını taşımaktadır.

Rezerv yönetiminde izlenecek stratejiyi belirleyen temel unsurlar; Hazine adına gerçekleştirilecek yabancı para borç ödemeleri, mevcut para ve kur politikası, Merkez Bankasının yükümlülük yapısı, Hazinesinin borçlanma stratejisi, iç ve dış ekonomik konjonktürde yaşanan gelişmeler olarak özetlenebilir.

Türkiye’de bugüne kadar uygulanan kur rejimleri incelendiğinde, 1980 yılına kadar döviz kontrolünün sıkı bir şekilde uygulandığı sabit kur sisteminin kullanıldığı ve döviz rezervlerinin daha çok kısa vadeli ihtiyaçların giderilmesinde kullanıldığı bir dönem yaşanmıştır. 24 Ocak Kararları ile birlikte başlayan liberalleşme uygulamaları ve döviz üzerine uygulanan kontrollerin kaldırılmasıyla, kişilerin ve finansal kurumların döviz biriktirmesine izin verilmiştir. Tüm bu gelişmeler ülkede önemli bir döviz birikimine yardımcı olmuştur. Ayrıca Merkez Bankası gözetiminde kurulan piyasalar yardımıyla dış piyasalara güven verilmiştir.

Türkiye’de 2001 yılına kadar enflasyon hedefi ile uyumlu sabit kur rejimi uygulanmıştı. Sabit kur rejimi uygulamasında döviz rezervleri likit varlıklara yatırılmış ve bunun sonucunda rezerv yönetiminin temel amacı gerekli likiditenin sağlanması üzerine inşa edilmiştir. 2001 Şubatından sonra uygulanmaya başlanan dalgalı kur rejimi ile beraber Merkez Bankasının piyasaya müdahale amaçlarında da değişiklikler olmuştur. Yeni dönemde Merkez Bankası zaman zaman piyasalardaki aşırı hareketliliği engellemek üzere piyasaya müdahale etmiş ayrıca döviz rezervlerini arttırmak amacıyla günlük döviz alım ihaleleri de düzenlemiştir. Dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte piyasaya yapılan müdahalelerin miktarı ve sıklığında azalma sağlanmış ve bu durum Merkez Bankasına rezerv yönetimi konusunda esneklik kazandırmıştır. Merkez Bankası, döviz likiditesinin desteklenmesi ve döviz piyasasının sağlıklı işlemesi amacıyla, dövizdeki arz ve talep miktarlarını daima izleyerek gerekli tedbirleri devamlı olarak almaktadır. TCMB piyasada kurlarda gerçekleşen sağlıksız fiyat oluşumlarını ve spekülasyon hareketleri engellemek amacıyla esnek ihaleler yaparak doğrudan müdahalede bulunabilmektedir.

Merkez Bankasının yükümlülükleri arasında yer alan ve önemli bir büyüklüğe ulaşan zorunlu karşılık hesaplarıdır. Merkez Bankasında tutulan bu hesaplar Türkiye’de faaliyet gösteren bankalarda açılan yabancı para mevduat hesapları için ayrılan karşılıkların tutulduğu hesaplardır. Ayrıca bu hesaplara ek olarak Rezerv Opsiyon Mekanizması çerçevesinde, bankalara Türk Lirası zorunlu karşılıklarının Merkez Bankasının belirlediği kadarını döviz veya altın olarak tesis edebilmelerine izin verilmektedir. ROM uygulamasının kullanılması ile birlikte Merkez Bankasındaki döviz rezervleri içinde zorunlu karşılık hesapları bakiyesinin payında belirgin bir artış gözlenmiştir.

Ayrıca, Hazine adına gerçekleştirilecek döviz cinsi borç ödemelerinde kullanılmak için TCMB nezdinde açılmış bulunan Hazine döviz hesabının bakiyesi ve gerçekleştirilecek borç ödemelerinden kaynaklanan döviz çıkışları da rezerv yönetim stratejilerinin oluşturulmasında dikkate alınan faktörler arasında yer almaktadır. Bu anlamda, dış borç yönetim stratejileri rezerv yönetiminde etkili bir unsur olarak değerlendirilmektedir. (TCMB, Döviz Rezerv Yönetimi 2018:6)

#### **4.1.2.2. Döviz Rezerv Yönetiminde Kullanılan İşlemler**

Döviz rezervleri, karşılaşılması muhtemel dış ödeme güçlüklerinde kullanılmaya hazır dış varlıklar şeklinde tanımlanır. Döviz rezervleri, hem doğrudan finansman kaynağı olarak kullanılmakta, hem de dış ödeme güçlüklerinin piyasalarda neden olabileceği dalgalanma etkilerinin azaltılmasında kullanılabilir. Döviz kurunun etkilenmesi önemli bir müdahale aracı haline gelmiştir. (TCMB, Döviz Rezerv Yönetimi 2018:2).

Döviz rezervleri, uygulanan makroekonomik politikaların hedeflerine ulaşmasına yardımcı olur. Rezervlerin güçlü olması para politikalarının sürdürülebilirliği ve döviz kuru rejiminin konusunda politika yöneticilerine hareket alanı sağlamakta ve karşılaşılabilecek finansal krizlerin önlenmesine yardımcı olmaktadır.

Merkez Bankası Kanunu, rezerv yönetimiyle ilgili işlemleri genel hatlarıyla tanımlamaktadır. Kanuna göre, Merkez Bankası yurt içi ve yurt dışı piyasalarda vadeli ya



da vadesiz altın, döviz, menkul kıymet, türev ürün alım-satımı, borçlanma ve borç verme işlemlerini de kapsayan tüm bankacılık faaliyetlerinde bulunabilmektedir.

Sabit kur rejimini uygulayan Merkez Bankaları, kural gereği yabancı paranın yerel paraya dönüşümüne garanti olmuşlardı. Bu garantörlük bankaların ellerinde döviz rezervi tutmalarını gerektiriyordu. Zamanla dünya ekonomisinde yaşanan değişimlerle birlikte sabit kur rejimi terk edilmiş ve yerini esnek ve dalgalı kur rejimi almıştır. Günümüzde halen kullanılmaya devam eden serbest dalgalı kur rejiminin tercih edilmesinin sebeplerinden biri de para politikasının bağımsızlığına verdiği katkıdır. (TCMB. Döviz Rezerv Yönetimi: 2018:2).

Banka Meclisinin, Kanun'dan aldığı yetkiyi kullanarak döviz rezerv yönetimine ilişkin usul ve esasların belirlenmesi amacıyla onayladığı yönetmelik, rezerv yönetimine ilişkin yapılabilecek işlemleri ve kullanılabilir yatırım araçlarını tanımlamakta ve yatırım amaçlı işlemlere ilişkin esasları ve kısıtları belirlemektedir.

Yönetmelikte yer alan rezerv yönetimine ilişkin olarak yapılabilecek bankacılık işlemleri şu şekilde sıralanmaktadır:

Döviz Alım/Satım İşlemleri,

Forward Döviz Alım/Satım İşlemleri,

Döviz Depo İşlemleri.

#### **4.1.2.2.1. Döviz Satım İşlemleri;**

Merkez Bankasının döviz piyasasına müdahalesi makroekonomik hedefler çerçevesinde yapılmaktadır. Bu hedefler, büyüme ve kaynak tahsisinde etkinlik sağlamak, krizleri engellemek ve dış denge ve enflasyonu kontrol altına almak şeklindedir. Bu hedeflere ulaşmak isteyen Merkez Bankaları döviz kuru oynaklığını azaltmak, döviz rezervlerinin miktarını etkilemek veya döviz kurunun düzeyini etkilemek için çaba harcayabilirler(Balaylar, 2011:21-23).

#### **4.1.2.2.2. Forward (Vadeli) Döviz Alım Satım İşlemleri;**

Vadeli döviz alım-satım sözleşmeleri, genellikle, finansal piyasalarda döviz kuruna yönelik pozisyon taşımak amacıyla aktif obir şekilde kullanılan türev ürünlerdir. Bu işlemler iki para birimi arasında önceden belirlenmiş bir vadenin bitiminde tespit edilen bir fiyat üzerinden gelecekteki değerini, bugün üzerinde anlaşılan fiyatla alma veya satma yükümlülüğü getirmektedir.

Merkez Bankası da, döviz piyasalarında derinliği sağlamak ve reel kesimin kur riskini etkin yönetmesine katkıda bulunmak için Türk Lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerine başlamıştır. Türk Lirası uzlaşmalı vadeli döviz satım ihalelerinde, vade sonunda taraflar anaparaları el değiştirmez, Türk Lirası cinsinden nakdi uzlaşma yapılır.

Merkez Bankası bu işlemlerde döviz satım pozisyonunda olurken, ihaleyi kazanan bankalar ise döviz alım pozisyonunda yer almaktadır. Bankalar, Merkez Bankası üzerinden almış oldukları döviz alım pozisyonunu döviz kuru riskine karşı finansal koruma sağlama için reel sektöre ya da yurt dışı piyasalara ters pozisyon olarak aktarabilmektedir.

#### **4.1.2.2.3. Döviz Depo İşlemleri**

Merkez Bankasının kontrolünde geçici bir süre için yapılan bu işlemler, döviz ihtiyacı olan bankalar ile döviz fazlası olan bankalar arasında belirli bir faiz ve vade ile yapılan işlemlerdir.

Döviz likiditesi ihtiyacı olan bankalar, TCMB'nin belirlediği faiz oranlarından işlem yapabilmektedir. Bu kapsamda TCMB, piyasadaki bankalara Euro ve ABD doları üzerinden belirlenen sınırlar dâhilinde likidite sağlamaktadır. Merkez Bankası piyasadaki döviz talebine göre döviz deposu limitlerini arttırabilir veya azaltabilir.

Depo işlemi kapsamında, döviz, altın veya Türk Lirası gibi finansal bir varlığın belli bir süre için başka bir kuruluşa ödünç verilmesi işlemi olarak tanımlanabilir. Türk Lirası karşılığı döviz depo işleminde Merkez Bankası bankalara döviz deposu verirken, bankalar da karşılığında Türk Lirası deposu vermektedirler. İki aşamada gerçekleşen bu işlemin vadesi bir haftadır. Başlangıçta Merkez Bankası bankalara döviz ödünç verirken,

bankalar ise Merkez Bankasına Türk Lirası ödünç verirler. İşlem bir haftalık süre için yapılır. İşlemin ikinci aşaması bir haftalık süre tamamlandıktan sonra yapılır. Bu işlemde, Merkez Bankası da bankalardan aldığı Türk Lirasını faiziyle beraber bankalara iade ederken bankalar da ödünç aldıkları dövizleri faiziyle birlikte Merkez Bankasına iade ederler. Merkez Bankası, 17 Ocak 2017 tarihinde yaptığı duyuru ile Türk Lirası depoları karşılığı döviz depoları ihaleleri düzenleyeceğini açıklamış ve 18 Ocak 2017’de ise ilk ihale yapılmıştır.

#### **4.1.3. Swap İşlemleri**

Swap kelimesi köken olarak İngilizceden gelme olup anlamı, takas, değiş-tokuş, değiştirmek veya mübadele etmektir. Swap fiyatlardaki dalgalanmalardan kaynaklanabilecek risklerin azaltılması için geliştirilmiş bir finansal araçtır. Swap önceden belirlenen bir miktarda döviz, mali araç, para ve mal gibi yükümlülüklerin, başlangıçta belirlenen şartlarla ve fiyatlarla gelecekte belirlenen bir tarihte, belirli piyasalarda tekrar değiş-tokuşunun sağlandığı vadeli bir işlem olarak tanımlanır(Yılmaz, ve Şahin, 2009:395).

Swap işleminin diğer bir tanımı da, faizlerin ve döviz kurlarının değişmesinin ortaya çıkaracağı riskleri azaltmak ve ülkedeki şirketlerde oluşabilecek dezavantajların azaltılması amacıyla birbirinden farklı iki nakit paranın değiştirilmesi şeklindedir(ersanoz.com,24.08.2021).

Faiz indirimi politikasının beklenen sonuçları vermemesi üzerine gelişmiş ülkeler kriz öncesinde bankacılık sektöründe yeni düzenlemelere gitmişlerdir. Bankacılık sisteminin daha sağlıklı olabilmesi ve hasara uğrayan finansal sistemin desteklenmesi amacıyla alınan tedbirler arasında swap anlaşmaları önemli bir yer tutmaktadır.

Gelişmiş ülkelerin neredeyse tamamı mevduat garantileri vererek swap anlaşmaları kullanmıştır. Toplamda 16 ülkenin, diğer ülkeler ile swap anlaşması yaptığı görülmüştür. Anlaşmaların temel amacı, piyasaların işleyişinin normal olmadığı zamanda uzun vadeli fon sağlanması ve bankaların likidite riskinin azaltılması olmuştur. Merkez bankaları kendi aralarında swap anlaşması yapmış olsalar da neredeyse tamamı FED, AMB, İsviçre Merkez Bankası, BOJ ile swap anlaşmaları yapmıştır(Vural,2013:49).

Swap işlemlerinin yapılma nedeni çoğunlukla işleme taraf olan ülkelerin ödemeler bilançosunda zaman zaman oluşan açıkların finansmanı veya ülke parasından kaçışları azaltmaktır. İşlemin diğer amaçları ise varlıklardan elde edilen getiriye arttırmak ve nakit akışını düzenlemektir. Swap işlemleri bir çok farklı şekilde yapılsa da temel olarak iki tür swap işlemi yapılmaktadır. Bunlar para swapı ve faiz swapıdır.

#### **4.1.3.1. Para Swapı**

Para veya döviz swapı, farklı para birimlerinin takasında vadeli ve spot sözleşmelerin birlikte kullanıldığı iki taraflı bir sözleşmedir. Taraflardan birisi karşı tarafın para birimini alır ve eşit değerinde teminata kendi para birimi cinsinden borç verir(Yalçınkaya ve Tunalı, 2019:18). Swap işlemleri finansal kurumlar arasında olabileceği gibi ülke merkez bankaları arasında da olabilir.

Döviz ihtiyacı olan finansal kurumlar doğrudan para piyasasından borç alabilirler veya yerli parayla borçlanıp döviz swapı yapabilirler. Döviz fazlası finansal kurumlar ise yaptıkları anlaşmalarla bir yandan kendi ihtiyaçlarını karşılamakta diğer yandan da kredi verdiklerinde karşılaşılabilecekleri riskler dolayısıyla ellerinde bulunan likiditeyi korumayı istemektedirler. Bütün bu unsurlar sebebiyle finansal kurumlar için swap anlaşmaları yapmak önemli bir tercih olmaktadır.

Swap anlaşmaları merkez bankaları arasında da yapılabilir. FED'in geleneksel olmayan para politikalarından çıkış için belirlediği program dâhilinde faiz oranlarını arttırması, ABD dolarının değerli hale gelmesine neden olmuş ve dolar ile borçlanmak isteyenler yüksek faiz oranları ile karşılaşmıştır. FED dolar fon ihtiyacının karşılanması için 2007 ve 2008 yılları arasında başta ECB olmak üzere Japonya, Kanada, İngiltere, Avustralya, İsveç, Norveç, Danimarka, Yeni Zelanda, Meksika, Brezilya, Kore, Singapur, İsviçre, Çin, Hindistan gibi birçok ülke ile swap anlaşması yapmıştır(Yalçınkaya ve Tunalı, 2019:18).

#### **4.1.3.2. Faiz Swapı**

Faiz swapının yapılması farklı fon piyasalarından alınan ve vadeleri benzer, tutarları ve para birimi aynı fakat değişik faiz oranlarına sahip kredilerin faizlerinin değiştirilmesi demektir.

Başka bir ifadeyle, swap işleminin tarafları belirlenmiş bir başlangıç tutarı üzerinden faiz işletilmesi temeline göre hesaplanan ve ödemelerin düzenli olarak yapıldığının taahhüt edildiği bir işlemdir. Faiz swapı işlemlerinde anaparalarda herhangi bir değişiklik yapılmaz, yapılan işlem faiz ödeme yükümlülüklerinin değişilmesidir.

#### **4.1.4. Reeskont İşlemleri**

Reeskont; iskonto edilmiş kıymetlerin merkez bankası tarafından yeniden iskonto edilmesi işlemidir. Merkez Bankası tarafından bu işlemler için uygulanan faize de “reeskont faiz oranı” denilmektedir. Reeskont ve avans işlemleri, Merkez Bankası Kanununun 45. Maddesi çerçevesinde yapılmaktadır. Reeskont işlemi yaparken Merkez Bankasının amacı, bankacılık sisteminde oluşan geçici likidite ihtiyaçlarını karşılamaktır. Reeskont kabul edilen değerler bankalar tarafından iskonto ile alınmış ticari senetlerdir. Türkiye’de reeskont işleminin hangi şartlarda gerçekleşeceği Merkez Bankası tarafından belirlenir.

Merkez Bankası reeskonta kabul edebileceği değerlere karşılık olarak avans da verebilmektedir. Avansa kabul edilen senetler; borsada kayıtlı tahviller, devlet tahvilleri ve ticari senet ve belgelerdir. Ekonomideki mevcut duruma göre belirlenen reeskont oranı para arzı ve kredi genişlemesi arzu edildiğinde düşürülmekte, tam tersi durumda ise arttırılmaktadır. Mevcut durumda uygulanan para politikası kapsamında bir para politikası aracı olarak önemini kaybetmiştir.

##### **4.1.4.1. İhracat Reeskont Kredisi**

Merkez Bankası Kanunu’nun 45. Maddesine göre, İhracatçılara uygun kredi sağlamak için TCMB tarafından Türkiye İhracat Kredileri Bankası AŞ (Türk Eximbank’a) ve diğer bankalara tanıdığı sınırlar içinde kalmak şartıyla kullanılan kredilere ihracat reeskont kredisi, bu kredi işleminde geçerli olan faize de ihracat reeskont faizi denir. Merkez bankası bu kredileri Türk Eximbank ve bankalara kullandırmakta, krediyi kullanmak isteyen firmalar ise bankalarla işlem yapmaktadır (mahfieğilmez.com.tr,30.08.2020).

Reeskont kredisinin para politikasında kullanımını birden fazla amaca hizmet edebilir. Küresel ekonomik krizin reel sektöre olan olumsuz yansımalarını azaltmak

maksadıyla 5 Aralık 2008 tarihinden itibaren yapılan yeni düzenlemeler ile ihracat reeskont kredisinin hem limitleri yükseltilmiş hem de kullanımını kolaylaştırılmıştır. 20 Mart 2009 ve 17 Nisan 2009 tarihlerinde yapılan düzenlemeler ile ihracat reeskont kredisi kullanılması yaygınlaştırılmaya çalışılmıştır. Türk Eximbank aracılığı ile kullandırılmakta olan sevk öncesi ihracat reeskont kredisinden ihracatçı, imalatçı-ihracatçı firmaların yanında ihracatçı sıfatına sahip olmamakla birlikte ihraç kaydıyla nihai mal üretimi yapan ve ihracatçı aracılığı ile bu malını ihraç eden imalatçı firmalar da yararlandırılmaya başlamış ve firma bazında tespit edilen 10 milyon ABD dolarlık kredi Dış Ticaret Sermaye Şirketleri için 40 milyon ABD dolarına yükseltilmiştir.

Yapılan bu düzenlemeler olumlu sonuçlar vermiş ve Türk Eximbank üzerinden kullanılan ihracat reeskont kredilerinde artışlar gerçekleşmiştir. Bu husus göz önüne alınarak ihracat yapan işletmelerin kredi ihtiyacına destek olmak amacıyla, ihracat kredisinin limiti artırılarak 1,5 milyon ABD dolarından 2,5 milyon ABD dolarına çıkartılmıştır. Ayrıca, Dış Ticaret Sermaye Şirketleri dışında kalan işletmelere verilen kredinin limiti 10 milyon ABD dolarından 20 milyon ABD dolarına çıkartılmıştır.

İhracat reeskont kredilerinin özelliği TL olarak kullandırılıp döviz olarak tahsil edilmesidir. Bu durum Merkez Bankasının döviz rezervlerine olumlu olarak katkı vermektedir. Merkez Bankası ihracat reeskont kredilerini piyasaya likidite sürmek amacıyla kullanmış, artan likiditeyi Hazine işlemleri ile sterilize etmeye çalışmıştır. İnceleme dönemimiz olan 2008-2018 arasında 2010 yılından başlamak üzere ihracat reeskont kredisinin büyüklüğü 2010 yılında 1,3 milyar TL iken, bu rakam 2016 yılı sonunda sadece Eximbank üzerinden verilen kredilerde 46,7 milyar TL olarak gerçekleşmiştir(TCMB, 2017 para ve kur politikası:6).

1 Şubat 2018’de Merkez Bankası 2017 Kasım ayında aldığı kararla reeskont kredisi uygulamasında değişiklik yapmış ve 1 Şubat 2018’e kadar vadesi gelecek reeskont kredilerinin vadesinde ödenmesi durumunda ödemelerin Türk Lirasıyla yapılabilmesine imkan tanımıştır.

## **4.2. 2008 Finansal Krizi ve Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Doğuşu**

Amerikan Yatırım Bankası Lehman Brothers'ın Eylül 2008 tarihinde iflası, piyasaların hiç beklemediği bir durum olduğundan, bankalar ilk şokla beraber kendi aralarındaki kredi işlemlerini neredeyse durdurmuşlardı. Bankalararası borç işlemlerindeki risk primi sıfırdan %5'e çıkmış, piyasalara verilen likidite meydana gelen hasarları engelleyememişti. Bütün bu olumsuzlukların neticesinde dünyanın önemli ekonomilerinde üretilen mal ve hizmet miktarında önemli düşüşler meydana gelmişti. (Karaş, 2017:1).

Küresel finansal krizin geçici olmadığına anlaşılması üzerine hükümetler finansal piyasalarda ve reel ekonomide yıkıcı etkisi olabilecek çöküşler yaşanmaması için müdahaleler başlatmışlardır. Krizde önceki dönemde fiyat istikrarının para politikasının ana hedefi olmasına, 2008 krizinin olumsuz etkilerinin ciddi boyutta ortaya çıkmasıyla birlikte para politikası aktarım kanallarının düzgün olarak çalışabilmesi için uygulanan para politika hedeflerine finansal istikrarın sürdürülebilmesi de eklenmiştir. Merkez bankaları krizle mücadelede öncelikle geleneksel para politika araçlarını kullanmalarına rağmen istenilen sonuçların elde edilememesi üzerine geleneksel olmayan para politikalarını uygulamaya başlamışlardır. (Karaş, 2017:1)

2008 yılında başlayan ve dünyadaki tüm ekonomileri etkileyen kriz, farklı ülkelerde farklı etkiler gösterdi. Kriz parasal aktarım kanallarının standart işleyişini değişen derecelerde etkiledi ve merkez bankalarını bu duruma uyum sağlamaya zorladı. Ayrıca kriz ticari bankaların bilançolarını da ciddi bir şekilde etkiledi. Merkez bankaları para politikalarını gevşetmeye çalışırken bankaların kredi arzlarını rasyonelleştirmelerine yol açmış olabilecek büyük bir kaldıraç sürecini de başlatmış oldu. Hızlı ekonomik gerileme politika faizlerinin o kadar indirilmesini gerektirdi ki, birçok ülkede bu oran sıfır sınırına ulaştı ya da sıfıra yakın oldu.

Faizlerin sıfıra yaklaşması, merkez bankalarının orta veya uzun vadeli reel faiz oranlarını düşürdüğü geleneksel kanalları büyük ölçüde etkisiz kılmaktaydı. Ekonomik durgunluğun artması ve durgunluğun fiyat seviyelerinde uzun süreli düşüş beklentileri ile beslenmesi, durumu daha sorunlu hale getirebilirdi. Bu durum, deflasyonel bir duruma yani mal ve hizmetlerin fiyat seviyesinde geniş tabanlı, uzun süreli ve kendi kendini

sürdüren bir düşüşe dönüşebilir. Merkez bankalarının politika faizi sıfır sınırına yakın olsa bile, deflasyon tehdidiyle başa çıkmak için hala ellerinde faiz dışında kullanabileceği başka araçlar bulunmaktadır.

Geleneksel olmayan politikaların başlangıcında 2000'li yılların başında Japonya'nın kaybedilen on yılını çevreleyen ekonomik politika tartışmalarının yol açtığı yeni teorik ve ampirik çalışmaların gösterdiği gibi, merkez bankalarının likidite tuzağı tehdidini önlemek için bir dizi alışılmadık para politikası önlemlerini uygulayabileceklerini göstermektedir.

Merkez bankalarının mevcut krize tepkisi, bazen para politikası için operasyonel çerçevede dikkate değer yeniliklere yol açmıştır. Bernanke ve diğerleri tarafından kurulan tipoloji bugün de aynı derecede geçerlidir. Bu yazarlara göre geleneksel olmayan para politikası önlemleri üç önemli şekilde olabilir(Loisel ve Mesonnier, 2009:2);

- Politika faizinin gelecekteki seyrine ilişkin özel sektör beklentilerini etkilemeyi amaçlayan tedbirler,
- Merkez bankasının bilançosunun pasif tarafında para tabanını artırmaya yönelik tedbirler,
- Merkez bankası bilançosunun varlık tarafının kompozisyonunu değiştirmeyi amaçlayan tedbirler.

Krizin etkisiyle ortaya çıkan durumun finansal büyüme üzerindeki olumsuz etkisi ve enflasyonun artmamasından kaynaklanan deflasyon tehdidi, Euro bölgesinde likidite sıkıntısına çözüm olabilecek parasal tedbirler alınmasını zorunlu kılmıştır. Farklı yapı ve büyüklükteki ekonomiler arasında büyük farklılıklar bulunan Euro bölgesinde parasal tedbirler almak oldukça zor olmuştur. Bu zorluk, Alman ekonomisinin mali disiplinden vazgeçmek istememesi fakat İspanya, İtalya ve Fransa'nın ise ihracat gelirlerini arttırmak için Euro'nun değerinin düşmesini istemesinden kaynaklanmıştır. Farklı beklentilerin olması nedeniyle ECB'nin genişleme programını devreye sokması uzun zaman aldı.

ECB 5 Haziran 2014 tarihinde aldığı karar ile faiz indirimi yaparak ekonomiyi canlandırmaya çalıştı. Referans faizleri % 0,25'ten %0,15'e, mevduat faizleri ise %0'dan



- %0,10'na çekildi. Böylece ECB tarihinde ilk defa negatif faiz uygulamasını yapmış oldu.(Akın,2017:332).

#### **4.2.1. 2008 Finansal Krizi**

2008 yılında ABD' de başlayan krizin temel sebebi konut sektöründe olan fiyat hareketliliğidir. Her ne kadar kriz 2008 yılında başlamış olsa da temelleri daha eskiye dayanmaktadır. ABD'de konut sektöründeki fiyat gelişmelerini izlemek için kullanılan Case-Shiller endeksine göre 1996 ile 2006 arasındaki konut fiyatlarındaki enflasyondan arındırılmış artış oranı % 86 olarak hesaplanmıştır (Özatay,2013:564).

Konut fiyatları 2006 yılında tersine döndü. Fiyatlarda hızlı bir düşüş başladı. Önce konut fiyatlarındaki artış oranının, daha sonra da konut fiyatlarının düşmesi, ipotekli konut kredisi almak için satın aldıkları konutları teminat olarak kullananları zora soktu. Bunun birçok sebebi vardı. Bu sebeplerden birincisi konut kredisi kullananlar aldıkları krediyi ödeme sıkıntısına düşeceklerini tahmin etiklerinde rahatlıkla evlerini satabiliyorlardı. Evlerin satış fiyatları alış fiyatlarından fazla olduğundan, rahatlıkla borçlarını ödeyebiliyorlardı. İkincisi, konutun fiyatı artarken konutların değeri, konut kredisine gerekli olan teminatı aşabiliyordu. Teminatı aşan miktarı teminat olarak kullanarak başka krediler alabiliyorlardı. Bu kısımda da azalma oldu. Bu durum sektörde bulunan finansal kurumları da zora düşürdü. Kredi değerliliği olmayan kişilere de krediler (eşik altı krediler) açılmaya başlandı. Bu tip kredilerin geri dönmemesi durumunda bankalar bu konutlara el koyarak bu evleri satabiliyorlardı. Bu durum konut fiyatlarının daha da düşmesine neden oldu.

Jeffrey Frenkel ve Andrew Rose 1971-1992 dönemi için gelişmekte olan ülkelerdeki krizleri incelediler. Krizlerden önce yurt içinde kullanılan kredilerin hızlı bir şekilde arttığı sonucunu elde ettiler. Hızlı ekonomik genişlemeyle beraber işlerin olumlu gitmesi, kredi kuruluşlarının piyasada yer almak adına yarışmalarına neden oluyordu. Bu da finans kurumlarının risk algısını düşürüyordu. Ekonomide mevcut durumun devam edeceğinin düşünülmesi de kredi genişlemesini hızlandırıyordu. Bu hız kredi veren kurumların ya da kişilerin kredi notunun iyi değerlendirilmemesine yol açıyor, batık kredileri arttırıyordu. Ayrıca Adolfo Barajas ve arkadaşları (2007) çok sayıdaki

bankacılık krizlerini incelemiş ve bunların yaklaşık yarısında krizden önce hızlı kredi genişlemesi dönemi yaşandığına dikkat çekmişlerdir(Özatay,2013:566).

FED'in 2001 yılı başından itibaren izlediği faiz politikası, konut fiyatlarının hızla yükselmesinin bir nedeni olarak gösterildi. Ocak 2001-Haziran 2004 döneminde faiz indirim süreci yaşandı. Bu süreç Haziran 2004'te sona erdi. Sürecin başında % 6,5 olan faizler % 1'e kadar düşmüştü. 30 Haziran 2004'ten itibaren bu sefer faizlerin artış süreci başladı. Kademeli artırımlar sonucunda, politika faizi 2004 sonunda % 2,25, 2005 sonunda ise % 4,25'e yükseldi. 2006 ortasına gelindiğinde krizden önce ulaştığı en yüksek değer olan % 5,25'e çıktı. Yükselen faizler, değişken faizli kredi alanların geri ödeme kabiliyetlerini düşürdü.(Özatay,2013:566-567).

Düşük faiz dönemleri ile risk alma arasında yakın bir ilişki vardır. Çok kısa vadeli faizlerin düşmesi, diğer vadelerdeki faizlerin de düşmesi sonucunu doğurur. Borç para verenler bu durumda daha fazla getiri sağlayan mali ürünleri aramaya başlar. Getiri farkı bir vergi avantajlarından kaynaklanmıyorsa daha fazla getiri getiren ürünler aynı zamanda daha riskli ürünlerdir. Finansal sistemde düzenleme ve denetimin az olduğu kesimler varsa, onlar bu tip ürünleri çıkartabilirler. Bu durumda krizin, bazı finansal kurumların çok büyük riskler almalarından ve bu tavırlarına düzenleme ve denetleme otoritelerinin ses çıkarmamalarından kaynaklandığı söylenebilir.

1938 yılında ABD'de devlet destekli olarak kurulan Fannie Mae şirketinin temel amacı ipotekli konut kredisi satan finansal kurumlardan bu kredileri satın almaktı. Bu işlemle finansal kurumlardan kredi alınarak onlara nakit girişi sağlanıyordu. Fakat kredi riski Fannie Mae şirketine geçiyordu. 1968 yılında Fannie Mae ikiye bölünüp özelleştirildi. 1970 yılında yine devlet desteğine sahip olan Freddie Mac kuruldu. Freddie Mac'in kuruluş amacıysa, eski usul ipotekli konut kredilerini menkul kıymete dönüştürüp yeniden pazarlamak ve özelleştirilen Fannie Mae'e rakip olmaktı. Fannie Mae ve diğerleri konut kredisini varlığa dayalı menkul kıymet çıkartan yatırım şirketine satıyor ve karşılığında bu şirketlerden yeni nakit elde ediyordu. Yatırım şirketinin buradaki karı ise Fannie Mae ve diğerlerinin verdiği garantiydi. Konut kredisi geri ödenmezse Fannie Mae'in garantisi devreye giriyor ve ödemeyi yapıyordu. Fannie Mae elde olan nakit para ile bankalardan yeni konut kredisi alabiliyordu.

1980'lerin başlarında Freddie Mac tarafından farklı risk ve vadeleri farklı yeni bir ürün ortaya çıkartıldı. Bunlara CMO (collateralized mortgage obligations: teminatlandırılmış ipotekli konut kredisi yükümlülüğü) ismi verildi. Bunları satın alan yatırımcılara, farklı önceliklere göre ödeme yapılabiliyordu. Konut kredisi borcu ödendikçe, önce ilk gruptakiler (daha kısa vadeli CMO alanlar) paralarını geri alıyorlardı. Daha sonra sırası ile diğer gruplar paralarını alıyordu. Bu süreçte, konut kredisi alanlar borçlarını ödediği sürece herkes kazanıyordu. Krediyi ilk açan banka, bir komisyon alıyor, krediyi sattığı için artık bir riski kalmıyordu. Bankalar daha çok kredi açtıklarında daha çok komisyon alıyorlardı. Devlet destekli kurumların garantisine dayanarak konut kredisine dayalı menkul kıymet pazarlayan finans kurumları da sattıkları menkul kıymetten komisyon aldıkları için karlıydılar. Devlet destekli kurumlar bu menkul kıymetlere garanti verdikleri için onlarda komisyon alıyorlardı. Menkul kıymetleri alanların karı farklı ve çok sayıda konut kredisine dayanan bir menkul kıymet almış olmalarıydı. Konut piyasasına giderek daha fazla nakit girişi olduğu için bu durum en çok konut yapanlar için karlıydı(Özatay,2013:569).

İpotekli konut sistemi 2006 yılına kadar bu şekilde sorun yaşamadan geldikten sonra sistemin elde ettiği başarı bu alana diğer finansal kurumlarında girmesine neden oldu. Diğer finansal kurumların sisteme girmesi riski yüksek olan kredilerinde (eşik altı krediler) menkul kıymetleştirilmesine neden oldu. Sonradan piyasaya giren şirketler yeni ve daha riskli ürünleri piyasaya çıkardılar. Bunlar CDO (Collateral Debt Obligation: Teminatlandırılmış borç yükümlülüğü) olarak adlandırıldı. Bunlar riskleri sınırlandırılmış kurumsal yatırımcılara satılıyordu. CDO diğer bir özelliği tam organize olmayan tezgâh üstü piyasalarda satılıyor olmasıdır.

Konut fiyatlarındaki balonun 2006'da patlamasıyla özellikle eşik altı krediler geri dönmeye başladı. Zengin fonlar artık CDO'ların riskli gruplarını satın almıyorlardı. Bu durumda varlığa dayalı menkul kıymet çıkaran finansal kurumlar konut kredisi (varlık) satın almıyorlardı. Öncelikle eşik altı konut kredisi piyasasında yeni kredi açılmıyor ve konut talebi düşüyordu. Ödeme güçlüğüne olup da evini satmadan yeni kredi alıp eski borcunu kapatmak isteyenler bu işi yapamayıp ödeme güçlüğüne düşüyorlar ve el konulan konut sayısı artıyordu. Bir yandan talebin düşmesi, diğer yandan el konulan konutların satılmaya çalışılması, konut fiyatlarında başlayan düşüşü

hızlandırdı ve geri dönmeyen krediler artmaya başladı. Özellikle eşik altı varlığa dayalı menkul kıymetlere dayalı tüm ürünler ödeme gücüne düştü. Bu durumda CDO'lar için fiyat oluşamıyordu. Likiditeye ihtiyacı olan yatırımcılar ellerindeki CDO'ları satamadıkları için ödeme yapamadılar ve iflaslar başladı(Özatay,2013:570-571).

#### **4.2.1.1. Finansal Krizden Sonra Alınan Tedbirler**

2008 Eylül ayından sonra Lehman Brothers başta olmak üzere bankaların, finansal kurumların ve büyük yatırım bankalarının iflası krizi yeni bir safhaya taşımıştır. Bu iflasların arkasında Amerikalılar iki günlük sürede yaklaşık olarak 150 milyar dolara yakın bir miktarı para piyasaları fonlarından çekmişlerdi. Bunun üzerine 2008 Ekiminde FED ve diğer merkez bankaları 2,5 trilyon dolar tutarında parayı piyasalara enjekte etmişlerdi. Bu miktar dünya ekonomisinde şimdiye kadar yapılan en büyük müdahaleydi. ABD hükümeti ve Avrupa hükümetleri doğrudan hisse senedi yatırımları için 1,5 trilyon dolarlık sözü vermişlerdi. Ekim 2008'de Amerikan finansal kurumlarında gerçekleşen zarar miktarı 8 trilyon doları bulmuştu. Konut değerlerinin ve hisse senedi piyasasında yaşanan düşüşler tüketici harcamalarının da düşmesine neden olmuştu. Ağustos 2008'e gelindiğinde finansal şirketlerin yüksek riskli ipotek kredileri için yazdığı zarar tüm dünyada 501 milyar doları bulmuştu.(Erdönmez,2009:85-101).

Uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler neticesinde piyasalarda yaşanan likidite sıkıntısı, problemlili aktiflerin değerinin belirsizliği ve sermaye eksikliğine karşı hızlı bir şekilde tedbirler alınmıştır. Bu çerçevede mevduat garantileri yükseltilmiş, açığa satılara kısıtlamalar getirilmiş veya tamamen yasaklanmıştır. Yine de bu tedbirler finansal piyasalara olan güvenin tekrar sağlanmasını ve piyasalarda beklenen iyileşmeleri sağlayamamıştır. Bu sebeple ülkelerin bankalararası piyasalarda borçlanmayı tekrar başlatacak ve bankaların yeniden sermayelendirilmesine yönelik kapsamlı pro-aktif tedbirler alınması zorunlu hale gelmiştir. Bu önlemleri bir paket olarak açıklayan ilk ülke ABD olmuştur. Açıklanan kurtarma paketinin içeriği, problemlili ipotekli konut kredisi ile ilgili aktiflerin satın alınmasıdır. Fakat bu durum yeterli gelmediği için bir kaç hafta sonrasında bankalara sermaye enjeksiyonu da yapılmıştır. ABD'den sonra onu takip eden İngiltere de bankalara sermaye enjeksiyonu yapmış ve bankaların likiditeye daha kolay erişmelerini sağlamaya yönelik tedbirler ilan etmiştir. Bunu takip eden Euro bölgesi ve birçok Avrupa ülkesinde benzer tedbirler açıklanmıştır(Erdönmez,2009:85-101).

Krizden sonra başta ABD olmak üzere birçok ülke yardım paketleri açıkladı. Açıklanan paketler göre ABD 1 Ekimde 700 milyar \$'lık kurtarma paketini kabul etti. 13 Ekimde bankalara, bankalararası işlemlere, çeşitli şartlarla Almanya 500 milyar €, Fransa 320 milyar €, İngiltere 37 milyar £, İspanya 100 milyar €, İtalya 40 milyar €, Hollanda 200 milyar €, enjekte etmeyi kabul ettiler. 9 Kasımda Çin hükümeti 586 milyar dolarlık teşvik paketi açıkladı(Karagözlü, 2016:95).

Krizin ortaya çıkmasıyla hem ABD'de hem de Euro bölgesinde ekonomik aktivitelerde yavaşlama olmuş ve bu büyük ekonomilerin ithalat taleplerinde ciddi daralmalar meydana gelmiştir. Türkiye gibi gelişmekte olan birçok ülkenin ana ihracat pazarının ABD ya da Euro bölgesi olmasından dolayı, kriz gelişmekte olan ülkeleri kısa zamanda etkisine almıştır. Ayrıca, kriz öncesinde sıcak para girişi nedeniyle ciddi portföy yatırımları çeken gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ekonomilerde ortaya çıkan krizden kaynaklı ani para çıkışları ile karşılaşmış ve buda gelişmekte olan ülke ekonomilerinin bir anda kriz ortamına dâhil olmasına neden olmuştur. Konut kredilerinin menkulleştirilmesine dayalı türev ürünlerin Türkiye' de olmaması, finansal sistem için emniyet supabı işlevi görse de ABD ve Euro bölgesi kaynaklı ihracat rakamlarındaki hızlı düşüş beraberinde negatif büyüme rakamları ve işsizlik oranında ciddi bir artışı da getirmiştir(Yurdabak, 2015:4).

Görüldüğü gibi birçok ülke krize karşı piyasaya yüklü miktarda likidite sürmüştür. Bu likiditeler bir süre son tüm dünyaya yayılmıştır. Bu durum da kriz öncesinde ağırlıklı olarak fiyat istikrarını hedef alarak politika üreten merkez bankalarının istedikleri sonuçları elde edememesi üzerine yeni politikalar üretmesi gerekmiştir. Geleneksel olmayan para politikaları olarak adlandırılan bu politikalar kullanılmaya başlanmıştır.

#### **4.2.2. Geleneksel Olmayan Para Politikaları Uygulamaları**

Krizden sonra dünyanın dört büyük merkez bankası, küresel mali kriz sırasında talebin desteklenmesi için yeni para politikası araçlarına yöneldi. Gecelik faiz oranları, krizden sonra on sekiz ay içinde yüzde sıfıra yaklaştı. Faiz oranlarını düşürerek daha fazla teşvik sağlayamama durumu ortaya çıkmıştı. Bu durum para arzının artmasının faizleri daha da düşüremeyeceği bir seviyeyi ifade eder. Bu seviyeye gelindiğinde ekonomiye yapılan likidite enjeksiyonu harcamalarda kullanılmayıp, atıl birikim

biçiminde elde tutulmaya başlanır. Dolayısıyla bu durumda para arzı artışı ekonominin canlanmasını sağlamaz. Sonrasında oranlar negatife dönerse, o zaman mevduat sahipleri sıfır faiz ile servet tutma seçeneğine sahip olurlar. Nakit tutma seçeneğinin, sıfır alt sınırı olarak bilinen faiz oranları üzerinde etkili bir taban oluşturduğu düşünülmektedir. Merkez bankaları sıfır alt sınıra tabi olarak daha fazla teşvik sağlamak için, popüler olarak “geleneksel olmayan para politikaları” olarak bilinen politikaları yaymanın yeni yollarını bulmak zorundadır.

Merkez bankaları ayrıca özel veya riskli devlet menkul kıymetleri satın almaktan (kredi riskini kabul etmek), kurumlara ve piyasalara doğrudan likidite ve ödeme gücü desteğine ve kredileri desteklemek için devlet garantilerinin uygulanmasına kadar pek çok başka müdahalelerde bulundular. Bu müdahaleler bazı merkez bankaları tarafından, doğrudan kredi riskini içerdiği için para politikasından farklı olarak kabul edildi. İngiltere Bankası (Bank of England) ve Avrupa Merkez Bankası bu ayrımı yapan bankalar arasındaydı. Bu konuda fikir birliği olan para politikası, finansal istikrar açısından sonuçları olan varlıklar üzerindeki risk öncülünü etkilemektedir. Finansal istikrar politikaları, para politikasının aktarım mekanizmasını etkiler ve geleneksel olmayan para politikasından elde edilen gelir, mali gelir olarak sayılır.

Büyük merkez bankaları tarafından yaygın olarak üç tür geleneksel olmayan politika kullanılmaktadır. İlki, ileriye dönük yönlendirmedir. Bu politika, Aralık 2008'de FED tarafından tanıtıldı ve tarihten buyana, dört büyük merkez bankası (Federal Rezerv, Bank of England, European Central Bank ve Bank of Japan) tarafından da kullanılıyor. İkincisi, bu merkez bankalarının tümü, nicel genişleme olarak bilinen, banka rezervleri yaratarak büyük varlık satın alma programlarını uygulamışlardır. Son olarak da, sıfır alt sınır olarak bilinen, nominal faizlerin sıfır ya da sıfıra yakın bir noktaya indirilmesi politikasıdır.

#### **4.2.2.1. İleriye Dönük Yönlendirme Politikası**

Yirminci yüzyılın son on yıllarında, dünyadaki birçok ülke ve ABD para politikası, yüksek ve dalgalanan enflasyon sorunuyla boğuştu. ABD’de yüksek enflasyon ile yapılan mücadele FED başkanları Paul Volcker ve Alan Greenspan liderliğinde başarılı olundu. Sonuç, düşük enflasyon ve bağlantılı düşük enflasyon beklentileri,

kısmen para politikası yapıcılara, istihdam ve üretimdeki kısa vadeli dalgalanmalara yüksek hızlanma endişesi duymadan yanıt vermeleri için daha fazla alan verdi. 1980'lerde ve 1990'larda ekonomik istikrar ve büyüme için önemli destekler sağladı. Bununla birlikte, yeni yüzyılın gelişiyile birlikte, düşük enflasyonun katıksız bir mal olmadığı anlaşıldı. Tarihsel olarak düşük reel faiz oranları ile birlikte, istenen yatırıma göre istenen küresel tasarrufu artıran demografik, teknolojik ve diğer güçlerin sonucu düşük enflasyon (fiili ve beklenen) hem uzun hem de kısa vadede ısrarla düşük nominal faiz oranlarına dönüşmüştü. Kronik olarak düşük faiz oranları, kısa vadeli bir politikada faiz oranının yönetilmesine dayanan geleneksel para politikası oluşturma yaklaşımı için bir zorluk teşkil etmektedir. Diğer nedenlerin yanı sıra, yatırımcılara sıfır nominal getiri kazanma seçeneği sunan nakit varlığı nedeniyle nominal faiz oranlarında etkin bir alt sınırın varlığında, sürekli olarak düşük nominal oranlar, geleneksel para için mevcut alanı kısıtlayan politikalardır. Dahası, Japonya'nın son on yıllardaki deneyiminin gösterdiği gibi, düşük enflasyon ve düşük nominal faiz oranlarının para politikasını daha az etkili hale getirdiği ve dolayısıyla düşük enflasyon veya deflasyonun devam etmesine izin verdiği, kendi kendine devam eden bir tuzak haline gelebildiği idi.

ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde, kritik dönüm noktası 2007-2009 küresel mali kriziydi. Panik şoku ve ardından Avrupa'da yaşanan bağımsız borç krizi, ABD ve küresel ekonomileri beklentinin çok ötesinde derin bir resesyona sürükledi. Kısa vadeli oranları sıfıra (veya neredeyse sıfıra) indirdikten sonra, FED ve diğer merkez bankaları, ileriye yönelik rehberlik ve büyük ölçekli finansal varlık satın alımları (niceliksel genişleme) dâhil olmak üzere, ekonomiye teşvik sağlamak için alternatif politika araçlarına yöneldi(Bernanke,2020:943-944).

İleriye yönelik rehberlik, halkın politikanın ekonomik koşullarına nasıl tepki vereceğinin anlaşılmasına yardımcı olmaktaydı. Para politikası yapıcılarının daha uzun vadeli politikalar için daha düşük taahhütlerde bulunmasını kolaylaştırdığı için zaman içinde giderek daha değerli hale geldi. Kısa vadeli faiz oranlarının alt sınırda olsa bile ekonomiye teşvik sağlayabileceği görüldü. Ayrıca, geçmişe bakıldığında, yeni araçlara atfedilen maliyetlerin ve risklerin, ilk devreye alındığındaki döneme kıyasla büyük ölçüde abartıldığı ortaya çıktı(Bernanke,2020:943-945).

Küresel finansal krizin ardından, büyük merkez bankaları para politikasının daha önce pek rastlanmayan bir şekilde gevşetilmesine başladılar. Politika oranları etkin alt sınıra yaklaştıkça, merkez bankalarınca kullanılan araçlardan biri de ileri rehberlik oldu. Politika oranlarının kısıtlanmasıyla birlikte, politikanın gelecekteki seyri ile ilgili beklentileri yöneterek, iletişimin etkili bir şekilde merkezi bir politika aracına dönüşmesi ve para politikasının daha kolaylaştırılması yoluna gidildi(Erhman., vd.2019:93).

İleri rehberlik uygulamaları ile ilgili yapılan akademik çalışmalardan bazıları şunlardır;

Campbell ve arkadaşları (2019), kusurlu merkez bankası iletişimi ile ampirik olarak izlenebilir bir Yeni Keynesyen modeli geliştirmişler ve FED'in gelecekteki faiz oranları ile ilgili özel sektör beklentilerini ve bu etkinin 1993-2016 dönemi boyunca makroekonomik sonuçlara ne kadar etkili olduğunu ölçmüşler. FED'in beklentileri şekillendirmek için sınırlı bir yeteneğe sahip olduğu, fakat ileri rehberliğin FED'in kullandığı araçlar içinde olmasının gerektiği sonucuna varmışlardır. Bu durumun 2008 sonrası dönemde FED'in beklentileri etkileme gücünün önemli ölçüde arttığını tespit etmişlerdir. Bunun iki sebepten kaynaklanmış olabileceğini, birinci sebebin 2008 krizinden sonraki anormal ekonomik koşulların, halkın FED'e normal zamanlardan daha fazla dikkat etmesinden kaynaklanmış olabileceğini, ikinci sebebin ise politikanın etkin alt sınır tarafında kısıtlandığında iletişim kurmanın daha kolay olabileceğini bulmuşlardır. İleriye yönelik rehberliğin takip edilmesi gereken yeni bir uygulama olduğunu ve refah üzerine etkilerinin daha henüz çözülmemiş sorular içerdiğini açıklamışlardır(Campbell vd, 2019:133).

Eherman ve arkadaşları (2019), farklı türdeki ileri rehberlik uygulamalarının devlet tahvili getirilerini incelemişlerdir. Çalışmada dört tip ileri rehberlik uygulaması incelenmiş ve ileri rehberlik etkilerinin sistematik olarak farklılıklar gösterdiği kanaatine varmışlardır. Uzun dönemde zaman şartına bağlı ileri rehberlik, makroekonomik haberlere piyasa yanıtını büyük ölçüde azaltırken, kısa dönemde zaman şartına bağlı ileri rehberliğin etkisiz olduğunu ve hatta politikaların tepki dahi vermediğini tespit etmişlerdir. Devlet şartına bağlı ileri rehberliğin tahvil fiyatlarını sınırlamada etkili olduğunu fakat açık uçlu ileri rehberliğin aslında hiçbir etkisinin olmadığını ortaya çıkarmışlardır. Çalışma uzun döneme bağlı ileri rehberliğin, merkez bankasının tepki



fonksiyonu hakkında piyasa algılarını değiştirmek için yeterince güvenilir olduğunu göstermiştir(Eherman, 2019:102).

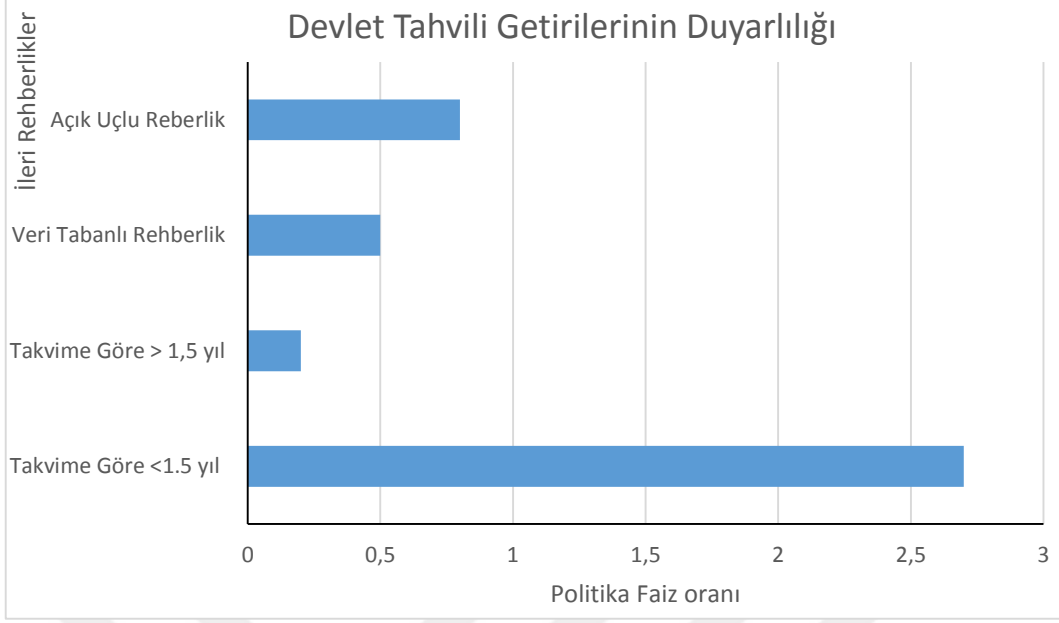
Hagedorn ve arkadaşları (2019), çalışmalarında ileriye yönelik rehberliğin gücünü gelecekteki faiz oranlarıyla ilgili vaatler ve niceliksel bir eksik piyasa modeli kullanarak likidite tuzağında parasal bir araç olarak değerlendirmişlerdir. Çalışmalarının başlangıç noktası olarak Werning (2015) ve McKay ve arkadaşları tarafından da kullanılan eksik pazar modelini kullanmışlardır. İleriye yönelik rehberlik kısmen değişen enflasyon beklentileri ile (böylece faiz oranları ile) çalışır, cari fiyatlar ve çıktı hakkında geri bildirimler üretir. Tam piyasa modellerinde, reel oranlardaki bu tür hareketlerin oldukça büyük olduğunu ve daha yüksek akım tüketimine (zamanlararası ikame kanalı aracılığı ile) yol açtığını ve nedenle bugün daha yüksek istihdam sağladığını söylemişlerdir. Buna karşılık, tamamlanmamış piyasa modellerinde reel faiz oranındaki değişimin küçük olduğunu, zamanlararası ikamenin zayıf olduğunu iddia etmişlerdir. Özetle ileriye yönelik rehberliğin likidite tuzağında bile güçlü bir para politikası aracı olmadığı sonucuna varmışlardır(Hagedorn, 2019:2).

Moessner (2015), yılındaki çalışmasında ABD devlet tahvili getirilerinin açık FOMC ileri rehberliğine tepkilerini ölçmüştür. FED'in uzun vadeli tahvil getirilerini azaltma konusundaki ileriye dönük rehberliğin açıklanmasının amacına ulaşip ulaşmadığını araştırmıştır. İleriye yönelik rehberlik duyurularının varlık satın alma duyuruları ile ilişkili olup olmadığını belirlemiştir. Varlık satın alma duyurularıyla ilişkili olmayan ileriye dönük rehberliğin devlet tahvili getirileri üzerindeki etkisinin önemli olduğunu, varlık satın alma duyurularıyla ilişkili ileriye dönük rehberliğin anlamlı olmadığını görmüştür. Ayrıca açık uçlu ve zamana bağlı ileri rehberlik duyuruları ve devlet acil durumunu içeren ileri rehberlik duyuruları gibi farklı türde duyurular arasında da bir ayrıma gitmiştir (Moessner,2015:231).

İleriye yönelik rehberlik uygulamasında üç yaklaşım öne çıkmaktadır. Bunlar açık uçlu rehberlik, veri tabanlı rehberlik ve takvim tabanlı rehberliktir. Buna ek olarak bazı merkez bankaları da politika oranları etkili alt sınır tarafından kısıtlanmadığında ileri rehberlik uygulamaları yapmaktadırlar(Ehrmann., vd.2019:93).

İleri rehberlik sayesinde, merkez bankaları sadece gelecekteki eylemleri hakkında sinyal vermekle kalmaz, aynı zamanda politikalara verilen tepkiler hakkında da kesin bilgiler sağlarlar. İletilen bilgiler genellikle iki yönlüdür. Bir yandan ileri rehberlik, merkez bankasının politika oranlarının politika alt sınırında veya yakınında olduğu düşüncesinin oluşmasını sağlarken diğer yandan, bir süre gevşek para politikalarının devam edeceğini göstermektedir(Erhman.,vd.2019:94).

İleri rehberlik piyasa katılımcılarına faiz oranlarının gelecekteki yolu hakkında daha kesin bilgiler sağlamaktadır. Bu durumda piyasa oranlarının makroekonomi ile ilgili haberlere ileri rehberlik uygulaması olmadan daha az duyarlı olması beklenmektedir. Bu konu ile ilgili olarak ileriye yönelik rehberlik uygulamaları arasında devlet tahvillerinin uygulamaya verdiği tepki incelemesi bize önemli sonuçlar verebilir. Gerçekten de, iki yıllık devlet tahvillerinin makroekonomik haberlere tepkisini altı gelişmiş ülkede anlatan aşağıdaki şekilde bunu görebilmekteyiz. Şu anda krizden on yıldan fazla bir süredir uzaktayız ve ABD ve küresel ekonomiler çok daha iyi durumdadır. Ancak ileriye bakıldığında, FED ve diğer merkez bankaları, yirmi birinci yüzyılın düşük enflasyon ve düşük nominal faiz oranları bağlamında para politikasını en iyi nasıl yönetecekleri sorunu ile mücadele ediyorlar. Bu aslında eski yöntemlerin işe yaramadığını gösteriyor. Örneğin, FED'in ana makroekonometrik modelinin simülasyonları, krizden önce geliştirilen politika kurallarının kullanımının, kısa vadeli faiz oranlarının sıfıra yaklaşmasının ekonomik performans açısından ciddi sonuçlara yol açacağına işaret etmektedir. Para politikasının geçerli kalması için, politika yapıcıların yeni araçlar, taktikler ve çerçeveler benimsemesi gerekecektir. (Bernanke,2020:943-944).



Şekil 1: Devlet Tahvil Getiri Oranları

Politika oranlarının etkin alt sınıra yakın olduğu dönemlerde altı gelişmiş ekonomiden elde edilen verilere dayanarak elde edilen sonuçlar bunu doğrulamaktadır.

Açık uçlu ileri yönelik rehberliğin gözle görülür bir etkisi yoktur. Devlet tahvili getirileri, haberlere, ileriye dönük rehberlik olmadığı zamanlardaki gibi benzer şekilde yanıt verir. Buna karşılık, veri tabanlı ileriye yönelik rehberlik, bu tür ileriye dönük rehberliğin tasarımıyla tutarlı bir bulgu olan yanıt vermeyebilir. Piyasaların, devlet öngörülemezliğinin altında yatan ekonomik değişken hakkında haberleri varsa, gelecekteki faiz oranlarının ne olacağı hakkındaki beklentilerini güncellemelidir. (ecb.europa.eu,24.01.2021).

Uzun bir vadeye sahip takvim tabanlı ileriye yönelik rehberlik, en güçlü etkiye sahiptir ve piyasa beklentilerinin güçlü bir şekilde sabitlendiğini öne sürerek, piyasada oluşan diğer haberlere karşı oluşacak tepkileri ortadan kaldırır.

İleriye dönük rehberlik, politika oranları etkin alt sınırdaysa belirsizliği azaltabilir. Örneğin, zayıf ileri rehberlik biçimleri, piyasa fiyatlarını daha az bilgilendirici hale getirerek, potansiyel olarak belirsizliği artırabilir. Bununla birlikte, uygulamada, ileriye dönük rehberlik, merkez bankasının araç setinin sadece bir parçasıdır ve genellikle

diğer önlemlerle birlikte uygulanır. Bu diğer önlemler ileriye dönük rehberliği güçlendirebilir. Sonuçlar, bir varlık satın alma programının varlığında veya merkez bankası bu tür programlar kapsamında satın alınan menkul kıymetlerden anapara ödemelerini yeniden yatırdığında, bu durum merkez bankasına olan güveni arttırmakta ve her türlü ileriye dönük rehberlik uygulamalarının güçlenmesine ve böylece belirsizliği azaltılmasına yardımcı olur.

#### **4.2.2.1.1. Finansal Krizden Önce İleriye Dönük Yönlendirme Politikası**

Krizden sonra yoğun olarak kullanılmaya başlayan söz ile yönlendirme politikası ile merkez bankası gerçekleştirmek istediği politika oranlarının gelecekte nasıl olacağına dair piyasaya sinyal vermektedir. Finansal krizden önce enflasyon hedeflemesi birçok merkez bankası tarafından uygulanmıştı.

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankası yasa ile fiyat istikrarını bir hedef olarak belirledikten sonra kısa vadeli hedef faiz oranını açıklıyor ve faiz oranlarındaki değişiklik parasal aktarım kanalları vasıtası ile ekonomiyi etkiliyordu. Faiz oranını temel alan bu politika 2008 krizinden sonra yetersiz kalmaya başladı. Bu nedenle merkez bankaları geleneksel olmayan politikaları benimsemeye mecbur kaldılar. Mishkin'e göre bunu iki nedeni vardı. Birincisi finansal bozulma belirli piyasaların düzgün işlemlerini engelledi. İkincisi ekonomideki olumsuz şoklar sıfır alt sınır sorununa neden oldu. Bu bağlamda, gelişmiş ülke merkez bankalarının uyguladıkları alışılmadık para politikalarının iki amacı vardır. Birincisi finansal piyasaları yeniden işlevsel hale getirmek, ikinci amaç ise faiz oranları sıfır alt sınırında iken para politikalarının uygulanmasını kolaylaştırmaktır (Baştürk, 2016:38). Uygulamada ileriye dönük yönlendirme politikasını krizden önce ve krizden sonra diye bir ayrıma tabi tutabiliriz.

Krizden önce enflasyon hedeflemesini kullanan ülkelerden Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) 1997'de, Norveç Merkez Bankası (Norges Bank) 2005'de ve İsveç Merkez Bankası (Riksbank) 2007'de ileriye yönelik yönlendirme uygulamışlardır. Bu uygulamalar gelecek dönemler için herhangi bir taahhüt içermiyorlardı. Merkez bankaları gelecek dönemler için faizlerle ilgili tahminleri açıklıyorlar ve gerek gördüklerinde bu tahminleri güncelliyorlardı. İleriye yönelik yönlendirme politikası para politikasının bir parçası olarak kabul ediliyordu. Böyle kabul edilmesinin bazı nedenleri de vardı. Bu

nedenlerden birincisi, merkez bankalarının gelecekteki politika faizi oranlarına ilişkin tahminlerinin uygulanması düşünölen para politikaları hakkında bilgi vererek şeffaflığı artırmasıdır. İkincisi, merkez bankaları tarafından açıklanan tahmini faiz oranlarının, gelecekteki politika faiz oranlarına ilişkin piyasa beklentilerini etkileyerek, uygulanan para politikalarının etkinliğini artırmasıdır. Üçüncüsü, politika faizlerinin gelecekteki değerlerini duyurmanın, ekonomik aktörlere bilgi sağlaması ve karar verme süreçlerini kolaylaştırmasıdır. Dördüncüsü, gelecekteki politika faiz oranları tahminlerinin açıklanmasının, alternatif para politikası beklentilerine cevaben uygulanan politikaların uygunluğu hakkında bilgi sağlamasıdır. Son olarak da politika faizleri, işsizlik ve enflasyon üzerine açıklanan tahminlerin, merkez bankalarının dış gözlemlere ve diğer kurumlara karşı hesap verebilirliğini artırmasıdır.

Bununla birlikte, yukarıda bahsedilen uygulamalardan farklı olarak, ileriye dönük yönlendirme, faiz oranlarının sıfır olduğu finansal kriz öncesinde de kabul edilmiştir. İlk olarak Japonya Merkez Bankası (BOJ) tarafından Şubat 1999'da (Şubat 1999 - Ağustos 2000 dönemi) uygulanmıştır. Bu koşullar altında çoğu merkez bankası için, faiz oranlarının sıfır alt sınıra indirilmesi Japonya tarafından yaşanan özel bir durum olarak göröldü. Ancak 2008 mali krizinden sonra bu artık Japonya'ya özgü değildi ve birçok gelişmiş ölkenin merkez bankaları tarafından uygulanan bir politikaya dönüşmüştü.

ABD ekonomisini canlandırmak için FED tarafından politika faizlerinin % 1'e indirildiği Haziran 2003'te de ileriye dönük yönlendirme kabul edildi. 12 Ağustos 2003'te "Komite, politika düzenlemesinin önemli bir süre sürdürölebileceğine inanıyor" açıklamasını yaptı. Devamında FEDeral fon oranının beklenenden daha uzun süre düşük tutulacağı anlamına gelen bir bildiri yayınladı. Bu bildiri ileriye yönelik rehberlik uygulamasının başlangıcı oldu (Baştürk,2016:40).

#### **4.2.2.1.2. Finansal Krizden Sonra İleriye Dönük Yönlendirme Politikası**

Finansal krizden önce yapılan bazı araştırmalar (Eggertsson ve Woodford, 2003, 2006; Krugman 1998; Reifschneider ve Williams 2000), uygulanan para politikalarının faiz oranlarının sıfır alt sınırında olduğu durumlarda bile etkili olduğunu iddia etmiştir. Bunun, merkez bankalarının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki değerlerine ulaşma taahhütleriyle sağlanacağı ileri sürölmüştür. Böylece sıfır alt sınırının kısıtlayıcı etkisi

ortadan kaldırılacaktır. Finansal krizin ardından, bu teorik argüman veya ileriye dönük yönlendirme politikası, politika faiz oranlarının neredeyse sıfıra indirilmesinin ardından çoğu merkez bankası tarafından alışılmadık bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlandı.

Politika faiz oranları sıfır alt sınırında olduğunda, bu politikanın amacı merkez bankalarının amaçladığı politika faiz yolunu açıklamaktır. Bu sayede merkez bankaları hem politika faiz oranlarının bir süre daha düşük seviyede kalacağını sinyali vererek ek bir genişleme sağlamayı, hem de beklentiler üzerinden uzun vadeli faiz oranlarını etkilemeyi hedeflemektedir. Nitekim Uyumcu Beklentiler Teorisine göre uzun vadeli faiz oranları, gelecekte gerçekleşmesi beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasına eşittir.

İleri yönlendirme politikası dört kanal aracılığıyla işlevsel hale gelir. Birincisi, halkın enflasyon beklentilerini etkileyerek çalışır. Merkez bankası, nominal faiz oranlarının sıfır olduğu bir süre için faiz oranlarını düşük tutacağını duyurursa, bu enflasyon beklentilerini yükseltir. Yüksek enflasyon beklentileri, reel faiz oranlarını düşürmekte ve tüketicilerin bugün daha fazla tüketmesine yol açarak toplam talebin artmasına katkıda bulunmaktadır. İkincisi, ileriye dönük rehberlik, halkın gelecekteki ekonomik duruşa ilişkin beklentilerini şekillendirmede belirleyici bir rol üstlenir. Ancak, ileriye dönük yönlendirme politikasının etkili olabilmesi için merkez bankasının taahhütlerinin kamuoyunda ikna edici olması gerekmektedir. Üçüncüsü, halkla açık iletişim kurmak önemlidir. Dördüncüsü, merkez bankasının planladığı yolun halk tarafından doğru bir şekilde yorumlanması gerekir.

2008 mali krizini takiben, FED, Kanada Merkez Bankası, ECB, İngiltere Merkez Bankası ve Japonya Merkez Bankası tarafından farklı ileri yönlendirme politikaları uygulandı. İleriye yönelik rehberlik, literatürde iki veya üç kategori temelinde tartışılmaktadır. İki kategoriye dayalı bir analiz açısından Campbell ve diğerleri tarafından "Delphic" ve "Odyssean" sınıflandırmaları (2012) referans olarak alınmıştır. Bu sınıflandırmaya göre taahhüt içermeyen merkez bankalarının ileriye dönük yönlendirmesi "Delphic", taahhütleri içeren ise "Odyssean" olarak tanımlanmıştır(Basetto,2019:70).

Açık uçlu ileriye dönük rehberlik, piyasa katılımcılarına politikanın gelecekteki beklenen yolu hakkında herhangi bir nitel bilgi verebilir. Ancak politikanın hangi koşullarda sıkılaştırılacağı veya ne zaman sona ereceği belirsizdir. Böyle bir politikanın uygulanması, merkez bankalarına beklenmedik durumlara karşı esneklik kazandırmakla birlikte, kamuoyuna yetersiz ve belirsiz bilgi sağlamak gibi bazı dezavantajları da içermektedir.

Krizin ardından 16 Aralık 2008 tarihinde FED tarafından açık uçlu ileriye dönük yönlendirme başlatıldı. Komite, zayıf ekonomik koşullar nedeniyle düşük faiz oranlarının "bir süre" devam edeceğini belirtti. 18 Mart 2009'da, ileriye dönük kılavuzdaki "bir süreliğine" ifadesi "uzun bir süre için" ile değiştirildi. Açık uçlu ileriye yönelik kılavuz, ABD'de yerini zamana bağlı ve duruma bağlı ileri kılavuzluğa bırakırken, Temmuz 2013'te ECB tarafından kabul edildi.

Bununla birlikte, ECB tarafından uygulanan açık uçlu ileriye dönük kılavuzun hem bir "Delphic" hem de bir "Odyssean" ögesi içerdiğini vurgulamak önemlidir. ECB'nin gelecekteki para politikası mevcut bilgilere dayandığından, bir Delphic ögesi içerir. ECB, orta vadede enflasyon oranlarını % 2'ye yakın veya daha düşük bir seviyede tutma taahhüdünü sürdüreceğini ve bu hedefe ulaşmak için kararlı bir şekilde gerekli önlemleri alacağını belirttiğinden Odyssean unsuru içermektedir.

Merkez bankaları daha şeffaf hale geldikçe, iletişim politikalarının önemi daha da arttı. Şeffaflığın artması sonucunda merkez bankaları uyguladıkları politikalar hakkında daha fazla bilgi vermeye başladı. İleriye dönük yönlendirme olarak bilinen bu araç, finansal kriz sonrasında politika faiz oranlarının sıfıra düşmesi ve dolayısıyla etkinliğini kaybetmesi ile daha da önem kazandı. Gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından uygulanan ileriye dönük rehberliğin temel amacı, kısa vadeli faiz oranlarını düşürerek bir politika uygulamasının mümkün olmadığı bir durumda amaçlanan politika yolu hakkında bilgi sağlayarak ek bir genişleme sağlamaktır.

İleriye yönelik rehberliğin, zaman tutarsızlığı ve piyasaları merkez bankası beyanlarına aşırı bağımlı hale getirme gibi bazı riskleri olmasına rağmen, alışılmadık koşullar sona erdiğinde ülkelerin bu politikaları uygulamaya devam edip etmeyeceğini zaman gösterecektir.

#### 4.2.2.2. Nicel Genişleme Politikası

2007’de ABD’de ikincil ipotek piyasasında başlayan dalgalanmadan sonraki yıl yatırım bankası Lehman Brothers’ın iflas etmesinin sonrasında finansal kriz küresel boyuta yayılmış ve dünya ekonomisinde Büyük Buhran döneminden bu yana kayda geçen en derin durgunluk ile neticelenmiştir. Kriz boyunca finansal piyasaların reel sektör ile olan aracılık işlevini yerine getirememesinin yanında, reel ekonomilerde görülen aşırı yavaşlamalara müdahale amacıyla merkez bankaları politika faiz oranlarını hızla düşürmüştür. Bununla birlikte özellikle dünyadaki büyük ekonomilerde gözlenen durgunluk ve düşük enflasyon, nominal politika faizlerinin sıfır veya sıfıra yakın seviyelere düşmesine rağmen engellenemedi.

Faiz oranlarının sıfıra yaklaşması konusunda iktisatçılar arasında iki farklı görüş vardır. Bir kısım iktisatçılar Keynes’ten bu yana kısa vadeli faizler sıfır sınırına yaklaştığında merkez bankalarının çaresiz kaldığına düşünmektedir. Bununla birlikte, Mishkin ve diğerleri merkez bankalarının, özellikle uzun vadeli varlıkları satın alarak likiditeyi arttırabileceğini, böylece kısa vadeli faiz oranları sıfıra yaklaştığında bile fiyatlara ve üretime etki edebileceğini düşünüyorlar.

Uygulamaya bakıldığında, ekonomi normal seyrinde gittiği zamanlarda merkez bankaları kısa vadeli politika faizleri vasıtasıyla genişletici, daraltıcı veya yansız para politikası uygulayabilmektedirler. Fakat krizde uygulanan genişletici para politikalarında faizlerin indirilmesi beklenen etkiyi göstermemiştir. Bu durum geleneksel politikaların etkin olmadığı anlamına gelmektedir. Bu doğrultuda, gelişmiş ülkelerin merkez bankaları finansal piyasaların reel sektörle olan aracılık fonksiyonunu yeniden sağlamayı ve uzun vadeli varlıkların reel getirilerini düşürmeyi hedeflemiştir. Bu hedefe ulaşmak için geleneksel olmayan para politikaları kapsamında nicel genişleme (Quantitative Easing, QE) ile sözle rehberlik (Forward Guidance) araçları merkez bankaları tarafından birbirini tamamlayıcı olarak kullanılmıştır. (TCMB, 33 Nolu Bülten, 2014:2).

Niceliksel genişleme (QE) politikası merkez bankalarının doğrudan ekonomiye para aktarmak etmek için kullanabileceği bir araçtır. Ekonomilerin canlanması için uygulanmaya başlanan QE politikaları, varlık alımları ve borç verme programları dâhil olmak üzere parasal tabanı daha önce olmadığı şekilde arttıran politikalarlardır. Bu aynı



zamanda bir para yaratma işlemidir. QE'nin amacı bu para ile ekonomiye yapılan harcamaların ve yatırımların arttırılmasıdır. QE ilk önce 2000'lerin başında Japonya'da, ardından ABD, Birleşik Krallık ve Euro bölgesinde uygulanmıştır. 2008'in sonundan Ekim 2014'e kadar FED'in ABD hazine tahvilleri ve ipoteye dayalı menkul kıymetlerin dahil olduğu bir dizi büyük ölçekli varlık satın alma programıyla yaklaşık 500 milyar dolardan 4 trilyon doların üzerine çıktı. Nisan 2013'te Japonya Merkez Bankası, niteliksel ve niceliksel genişleme programının bir parçası olarak 2 yıl boyunca yaklaşık 50 trilyon yen değerinde Japon devlet tahvili satın alacağını duyurdu. Ocak 2015'de ECB başlangıçta 1.1 trilyon € değerinde bir varlık alım programı başlattı. Birleşik Krallık'ta ise İngiltere Merkez Bankası ilk olarak Mart 2009'da merkez bankası rezervleri yaratarak 75 milyar sterlinlik finansal varlık satın alacağını duyurdu. Bu satın alma programı daha sonra zaman içinde artarak ekim 2012'de 375 milyar €'yu bulmuştu(Joyce vd.,2017:1226).

QE'nin çalışma şekline göre, devlet tahvillerinin büyük ölçekli alımları bu tahvillerin faiz oranlarını veya getirilerini düşürmektedir. Bu devlet tahvilleri üzerindeki oranlar ekonomideki diğer faiz oranlarını etkilemek eğiliminde oldukları için kredilere sunulan faiz oranlarını aşağı çeker. Bu nedenle QE, hane halklarının ve işletmelerin para ödünç almasını ve harcamaları teşvik etmesini ucuz hale getirerek çalışır. Ayrıca QE finansal varlıklara olan talebi arttırır, daha fazla insan finansal varlık almak istemekle birlikte, bu varlıkların değeri artar. Bu da hisseleri olan işletmeleri ve hane halkını daha zengin hale getirir, daha fazla harcamalarını sağlar ve ekonomik aktiviteyi arttırır(bank of england, 03.06.2020).

Uzun vadeli varlık alımlarının nominal faizlere etkisi iki kanal aracılığıyla düşüş yönünde olmaktadır. Bunlar sinyal etkisi ve portföy denge kuralıdır. Sinyal etkisinde merkez bankalarının varlık alımları genişletici para politikası duruşunun uzun süre devam edeceğini göstermekte ve bu durum uzun vadeli getiriler üzerinde aşağıya doğru baskı meydana getirmektedir.

Portföy Denge Kuralında ise kriz zamanlarında uzun vadeli devlet tahvilleri veya ipoteye dayalı varlık alımları adı geçen varlık fiyatını yükseltmektedir. Bu yükselme varlıkların getirisinin azalmasına ve cazibesini kaybetmesine neden olur. Böylece yatırımcının talebi diğer uzun vadeli varlıklara kayar. Diğer uzun vadeli varlıkların da

getirileri düşmekte ve alımlar finansal piyasalarda genel olarak genişletici geleneksel etki yapmaktadır.

Geleneksel para politikası önlemlerinin makroekonomik etkilerini tahmin etmeye çalışan çok az sayıda çalışma vardır. Mevcut kriz ile ilgili ilk çalışmalardan olan Lenza ve arkadaşları (2010) tarafından yapılan çalışmadır. ECB, piyasa fonksiyonlarını geliştirmeye yönelik diğer birçok önlemlerin yanı sıra 2009 ve 2010 ortasına kadar piyasa likiditesine odaklanan bir geliştirilmiş kredi desteği programına başladı. BVAR modeli kullanan karşı olgusal analize dayanarak bu önlemlerin finansal piyasada işlev bozukluğunu azaltmada başarılı olduğunu tespit etmişlerdir. Ayrıca bu önlemlerin çıktı ve enflasyon üzerinde olumlu olduğunu ancak gecikmeyle birlikte olduğunu bulmuşlardır.

Chun ve arkadaşları (2011) FED'in uzun dönemli varlık alımlarının ABD ekonomisi üzerindeki etkisinin başarılı olduğunu bulmuşlardır. Yaptıkları simülasyonlar, varlık alımlarının ABD'de deflasyonu önlediğini ve işsizlik oranını azalttığını göstermektedir. Chun reel GSYİH düzeyine yönelik artışın yaklaşık % 3, enflasyonun %1 daha yüksek olduğunu ve işsizlik oranının 1,5 azaldığını ileri sürmektedir.

Geleneksel olmayan para politikalarının uygunluğunu değerlendirirken, ana akım ekonomik modellerin (Yeni Keynesyen) müdahale etmek için çok az gerekçe sunduğu ikilemiyle karşı karşıya kalmaktayız. Bu modellere göre cari faiz oranı para politikasının ekonomi üzerindeki etkisini kapsamaktadır. Geleneksel olmayan para politikasının gelecekteki yoluna ilişkin beklentileri değiştiremediği sürece, ekonomiyi etkileyecek bir kanal yoktur. Bernanke (2014), QE'nin "pratikte çalıştığını, ancak teoride çalışmadığını" belirtti. Ancak bu güçlü sonuçlar, genellikle anlamlı bir finansal sektörü olmayan ve merkez bankaları gibi kurumların politika hedeflerini tam olarak taahhüt edebileceklerini varsayan modellerde üretilmektedir. Finansal sektör ekonomik modellerde ve uygulamada yeterince önemsenmemeye devam etmektedir. Bu durum, geleneksel olmayan para politikasının etkinliğinin yanıltıcı değerlendirilmesine yol açabilir(Amstrong ve Ebell,2020:1).

Miktarsal genişleme konusundaki bir başka eleştirel yaklaşım Lu'ya (2013) aittir. Lu'ya göre miktarsal genişleme aslında merkez bankasının para basması anlamına gelir.

QE, başlıca ekonomi kitaplarında yer almayan bir ekonomi politikasıdır. Yine de uzun vadeli ekonomik gerilemenin üstesinden gelmek için çeşitli girişimlerde kullanılmıştır. Bir durgunluk meydana geldiğinde, merkez bankası genellikle faiz oranlarını düşürmek gibi para politikalarıyla ekonomiyi canlandırmaya çalışır. Faiz oranı sıfıra düşürüldüğünde ve tüm geleneksel faiz oranı politikaları denendiğinde, ancak ekonomi hala durgunluk içindeyse, merkez bankası ekonominin daha fazla küçülmesini önlemek için QE para politikasını uygulamak zorunda kalabilir. Bu nedenle, mevcut haliyle QE, sadece geleneksel olmayan bir para politikası ve diğer tüm seçenekler tükendiğinde kullanılan bir acil durum planıdır. Başlıca ekonomik teoriler bunun için sağlam bir temel sağlamaz ve gerçek etkileri henüz kesin olarak bilinmemektedir(Lu,2013:342).

Paranın miktar teorisi başlıca para teorilerinin temelini oluşturur. Teoride para miktarı ile fiyatlar genel seviyesi arasında doğrudan bir neden-sonuç ilişkisinin olduğu ileri sürülmektedir. Uzun vadede para miktarındaki artışlar ve düşüşler kesinlikle nominal bir değişkeni, yani fiyatı değiştirecek ancak istihdam ve çıktı gibi reel toplamları etkilemeyecektir. Bu aynı zamanda paranın yansızlığı teorisi olarak da bilinir. Bu teorinin etkisi altında birçok bilim insanı, dünya ekonomisinde önemli bir rol oynayan büyük bir ekonomi tarafından QE'nin uygulanmasının yerel bir ekonomik durgunluğu durdurmayacağına ve diğer ülkelerin ekonomileri üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olabileceğine inanmaktadır. Artan enflasyonist baskılar dünya çapında devalüasyona neden olmakta, böylece dünya ekonomisinin istikrarlı gelişimini tehlikeye atmaktadır(Lu,2013:343).

Geleneksel olmayan para politikası ile ilgili teori tam olarak olmasa da bu konu büyük bunalımdan bu yana tartışılan bir konudur. Keynes (1936), faiz oranının tam istihdamda yatırımı ve üretimi desteklemek için gereken seviyeye düşmediği genel bir ekonomik sistem ortaya koymuştur. Likidite tuzağı denilen bu sistemde faiz oranı belli bir seviyeye düştükten sonra insanların elde nakit tutmayı tercih etmeleri ve piyasaya sürülen yeni paranın elde atıl bir şekilde tutulması ve para arzındaki artışın ekonomide bir canlanmayı getirememesidir. Faizlerin düşmesi aynı zamanda tahvil fiyatlarının artması anlamına gelir. İnsanlar faizlerin yükseleceği ve tahvil fiyatlarının düşeceği beklentisine girer ve fiyatının düşeceğini düşündükleri tahvilden satın almak için elde nakit varlık tutmaya devam eder. Likidite tuzağı günümüzde iki şekilde ortaya

çıkmaktadır; birincisi ekonomi likidite tuzağına girdiğinde para arzının ya da para bazının genişletilmesine ve faizin en düşük seviyeye inmesine rağmen bireyler elde ettikleri paraları elden geldiğince az harcayıp kalan kısmını tasarrufta kullanır ve geleceği beklemeye başlarlar. Böyle bir ortamda bankalardaki mevduat artar fakat bunlara yönelik kredi taleplerinde artış gerçekleşmez. Bunun sebebi tüketimin azalması ve bunu gören üreticilerinde üretimi artırma konusunda istekli olmamasıdır. İkincisi ise, faizlerin çok düşük olduğu ekonomilerde parasal genişlemeden yararlananlar ellerine geçen parayı faizlerin çok yüksek olduğu ekonomilere göndererek bir fon akışı oluşturmasıdır. Bu olgu, günümüzde sermaye hareketlerinin serbestliğinin Keynes dönemine göre çok daha fazla olmasının yarattığı bir başka farklılık olarak ortaya çıkıyor. Bu durumda ABD ya da Avrupa'da piyasaya sürülen likiditeyi ellerine geçirenler bu paraları faiz oranının yüksek olduğu ekonomilere yatırarak daha yüksek getiri elde etmeyi planlamaktadır. Bu durumda piyasaya sürülen likiditenin yerel ekonomiye katkısından çok, başka ekonomileri canlandırmaya yararı ya da oralarda yerli paranın değerlenmesine yol açarak o ekonomilere zararı söz konusu olabilmektedir.(mahfiegilmez.com,30.08.2020).

#### **4.2.2.3 Sıfır Alt Sınır ve Negatif Faiz Politikası**

Nominal faiz ile ilgili geleneksel görüş ağırlıklı olarak faizlerin pozitif olmasıdır. Hicks'e göre para tutmanın maliyeti ihmal edilebilir, faiz oranı sıfırdan büyük olmadığına, ödünç vermek yerine para tutmak her zaman karlı olacaktır. Sonuçta faiz oranı her zaman pozitif olmalıdır. Bu argüman Keynes tarafından ortaya konulan mantıksal temellere dayanır. Ekonomik ajanların likidite tercihlerini vurgular, işlem veya ihtiyat sebebiyle gerekenden daha fazla para tutulsa bile, para tutmanın yararının her zaman olumlu olduğunu belirtir(Nasir, 2020:3).

Ekonomi likidite tuzağında iken ekonomiyi istikrara kavuşturmak için daha fazla parasal genişleme ile ekonomiye yön verilebilir. Bu koşullarda para politikasının herhangi bir şekilde etkili olup olmayacağı konusu iktisatçılar için yeni sayılabilecek bir konudur. Sıfır sınıra ulaşıldığında veya ona ulaşma olasılığı ortaya çıktığında politikanın nasıl yürütülmesi gerektiği sorusu para politikası teorisi için temel bir sorudur. Bazı iktisatçılar sıfır sınıra ulaşma olasılığının dahi çok köklü değişiklikler gerektirdiğini iddia ederler. Örneğin Krugman (2003) deflasyonu bir ekonominin bir kez girdikten sonra kaçmayı bekleyemeyeceği bir kara delik olduğunu söylemiştir. Bu, likidite tuzağı

koşullarında para politikasının etkinliğine ilişkin kötümser görüşten sık çıkarılan bir sonuçtur. Deflasyonist beklentilerin arttığı koşullardan bir an önce uzaklaşması hayati derecede önemlidir. Öte yandan tam tersini düşünen iktisatçılar da mevcuttur. Para politikasının, toplam harcamaları ve dolayısıyla enflasyonu merkez bankasının kısa vadeli nominal faiz oranlarının kontrolü dışındaki kanallar yoluyla etkilenebileceği için deflasyonun bir kara delik olması gerekmediğini savunurlar. (Eggertsson and Woodford, 2003:2).

Ayrıca bir enflasyon hedefi açısından uygulanacak politika tanımlaması gerekir. Bu hedefe ulaşılması veya en azından ortalama olarak ona ulaşılmasının öngörülmesine imkân sağlayabilecek bir faiz oranının olduğunu kabul ederler. Ancak bazılarına göre, deflasyon koşullarında faiz oranı sıfır faiz sınırına ulaştığında, enflasyon hedefin altında kalmasına rağmen daha fazla faiz indirimi mümkün olmadığından daha yüksek bir enflasyon hedefine ulaşmak mümkün olmayacaktır(Eggertsson and Woodford, 2003:2).

Küresel mali kriz, alışılmadık makroekonomik politika önlemlerinin alındığı, düşük büyüme ve durgunlukların yaşandığı, benzeri görülmemiş bir küresel makroekonomik ortam ortaya çıkardı. Özellikle gelişmiş ülkelerdeki merkez bankaları, büyük ölçekli varlık satın alımları gibi olağanüstü önlemler aldılar. Para politikası, nominal faiz oranlarının sıfır alt sınıra doğru yaklaştığı bir dereceye kadar uyum sağladı. 1980'lerden günümüze bazı önemli varyasyonlarla beraber nominal faizlerin yönü aşağı doğrudur. 1990'lı yılların başında, düşük enflasyon ve düşük faiz oranları açısından büyük ılımlılık olarak tanımlanan bir dönem başlamıştır. Bununla birlikte, küresel finansal krizden bu yana Almanya, İngiltere ve ABD gibi gelişmiş ekonomilerdeki faiz oranları önceki dönemdeki ortalamanın da altına düşmüştür. Japonya için resmi faiz oranları son yirmi yıldır sıfır alt sınıra yakınken, İngiltere, Almanya ve ABD'de de faiz oranları sıfıra yaklaşmıştır. Bu düşük faizli ortam sadece büyük ekonomilere hâkim olmakla kalmamış, aynı zamanda bazı gelişmekte olan ülkelerde de görülmeye başlamıştır(Nasir, 2020:2).

ZLB hakkında Japonya ve ABD'deki 2002 ve 2003 deneyimleri makroekonomik teoriyi kullanan araştırmalara yol açmıştır. Krugman (1998) geçici olarak yapışkan fiyatların olduğu bir ekonomide ZLB para politikasının engelleneceğini göstermek için dinamik bir peşin para modeli kullandı. Gelecekte parasal genişleme yoluyla fiyatları arttırmak için verilecek bir sözün likidite tuzağından kaçınmayı sağlayacağı fikrindeydi.

Bu fikir daha sonra Eggertsson (2003) tarafından daha eksiksiz bir yeni Keynesyen çerçevede ortaya çıkartıldı. Eggertsson ZLB kısıtlamasının deflasyona ve düşük çıktıya yol açabileceğini savundu. Bu daha sonra gelecekteki politika eylemlerine olan bağlılıkla hafifletilebilecek bir politika sorunu olarak nitelendirildi. Eggertsson ve Woodford'a göre, politika yapıcılarının gelecekteki düşük nominal faiz oranları ve daha yüksek enflasyon politikasını -doğal reel oran artışından sonra- taahhüt edeceği ileriye dönük bir rehberlik politikası, ZLB sorununu hafifletecektir(Williamson, 2019:37).

Para politikasında geleneksel olarak kullanılan kısa vadeli nominal faiz oranının potansiyel bir sorunu olabilir. Paranın bir değer biriktirme fonksiyonu olduğundan kısa vadeli faiz oranı sıfırın altına itilemez. Nominal oran sıfıra ulaşırsa, reel kısa vadeli faiz oranı bu noktada mevcut enflasyon beklentilerinin olumsuzluğuna eşit istikrarlı fiyatları ve kaynakların tam kullanımını sağlamak için gereken orandan daha yüksek olabilir. Gerçekten de, aşıry yüksek reel oranın maliyetler ve fiyatlar üzerinde aşığı yönlü bir baskıya yol aması durumunda istikrarsız bir dinamik ortaya çıkabilir ve bu durum reel kısa vadeli faiz oranını yükseltir. Bu ise faaliyetleri ve fiyatları daha da bastırır(Bernanke, vd, 2004:1).

Sıfır faiz politikası tam olarak istenilen sonuçları vermedi. Uygulamadan beklenen, kullanılan diğer politika araçları ile beraber bašta ABD, Euro Bölgesi, İngiltere olmak üzere dünyanın birçok ülkesinde yaşanan durgunlukların giderilmesi idi. Bunun zerine faizler indirilmeye devam etti ve böylece negatif faiz uygulamasına geçilmiş oldu. Uygulamaya ilk geçen lkeler İsveç, İsviçre, Danimarka, ECB oldu, bu lkeleri Japonya takip etti. Negatif faiz uygulaması, bankaların merkez bankasında tuttuğu cari hesaplara uygulanan faizin eksiye düşürülmesidir. Böylece bankalar için paralarını merkez bankasında tutmak daha maliyetli olmuştur. Bu uygulamayla merkez bankaları, bankaların paralarını kredilerde değerlendirmesini teşvik etmiş olmaktadır. Negatif faiz uygulaması ile şirketlerin borçlanma maliyetlerinin düşürülmesine ve kredi talebinin artmasına yardımcı olması beklenmektedir.

#### **4.2.2.4. Faiz Koridoru Politikası**

Gelişmiş lke merkez bankalarının 1990'lardan bu yana uyguladıkları enflasyon hedeflemesi politikasında asıl amaı fiyat istikrarını sağlanmaktı. Enflasyon

hedeflemesinde gelecek dönemler için bir enflasyon hedefi koyulmakta ve bu hedefe ulaşmak için politikalar belirlenmektedir. Mishkin' e göre enflasyon hedeflemesi politikası beş unsurdan oluşmaktadır. Bunlar; (i) Enflasyon hedeflemesinin orta vadeli sayısal hedeflerinin kamuoyuna duyurulması, (ii) Merkez Bankasının kurumsal taahhütlerinde birincil amacın fiyat istikrarı olduğu ve diğer amaçların önemli olmadığı, (iii) politik araçların kullanımı kararlaştırılırken sadece parasal büyüklüklerin değil, göstergelerinde takip edilmesi, (iv) para otoritesinin pazar ve kamu hakkındaki plan, amaç ve kararlarının ve para politikası stratejisinin şeffaflığının artması, (v) merkez bankasının enflasyon hedefine erişmesi için hesap verme mecburiyetinin artması (Mishkin, 2000:105).

Ancak finansal piyasalarda 2000'li yıllarda yaşanan hızlı gelişme ve bununla oluşan risklerle beraber 2008 yılında başlayan küresel ekonomik krizi, Mishkin'in enflasyon hedeflemesi uygulamasının önemli bir parçası olarak ortaya koyduğu "merkez bankasının birinci hedefinin fiyat istikrarı olduğu" düşüncesini sarsmıştır. 2000'li yıllarda finansal piyasalarda meydana gelen istikrarsızlıklar merkez bankalarının sadece fiyat istikrarını hedef alarak finansal piyasalardaki istikrarı sağlayamayacağı gerçeğini ortaya çıkarmıştır. Yeni anlayışa göre, "merkez bankaları fiyat istikrarını sağlayıcı para politikalarının yanında finansal istikrarın sağlanmasına katkı sağlayacak politikalar da geliştirmelidir" (Yücememiş vd., 2015:452).

Özellikle 2008 krizinden sonra merkez bankalarının fiyat istikrarının yanında finansal istikrarada önem vermesi faiz koridoru politikasının popüler bir para politikası aracı haline gelmesini sağlamıştır. Dünyada içinde Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülke koridor sistemini uygulamaktadır. Faiz koridoru sisteminin ilk uygulamaya başlandığı ülkelere bakıldığında, politika faiz oranını koridorun merkezinde oluşturulduğu görülmektedir. Bu ülkelerde koridorun tavanını gecelik borç verme faiz oranı, koridorun tabanını ise borç alma faiz oranı belirliyordu. Bu ülkelerde politika faiz oranının koridorun etrafında dar bir alanda oluşuyordu. Başka bir deyişle faiz koridorunun kullanım alanı piyasa faizlerinin politika faizinden belirgin bir şekilde sapmasını engellemekti. Örneğin Avustralya, Kanada ve Yeni Zelanda'da gecelik faizler politika faizinin 25 baz puanlık alt ve üst bandında hareket ediyordu. Bankaların merkez bankasında bulunan gecelik mevduat hesapları borç alma (koridorun tabanı) faizi

oranından değerlendirip, doğrudan standart borç verme faiz oranından krediye dönüşmektedir. 2001 yılı Haziran ayında, İngiltere Merkez Bankasının uyguladığı faiz koridor sisteminde ise faiz koridorunun politika hedefinin etrafında 100 baz puan yayılmasına izin verilmişti. (Yücememiş vd.,2015: 452).

Uygulamayı kullanan ülkelerin her biri faiz koridorunun tavanı ve tabanı arasında birbirinden farklı oranlar uygulamaktadır. Faiz koridorunun taban ve tavan arasındaki fark, ülkedeki mevduat ve kredi faiz farkının göstergesidir. Kriz döneminde bankaların verdikleri krediler azalmakta ve kredi kullanırken seçici olmaktadır. Bu durumda faiz koridorunun aralığı fazla olmaktadır. Ekonomi canlandığı zamanlarda ise bankalar kredi vermeye daha istekli olmakta ve faiz koridorunun aralığı azalmaktadır. Bernanke (1996), McCulley ve Toloui (2008) ile Curdia ve Woodford (2010) yaptıkları çalışmalarda para politikası vasıtasıyla mevduat ve kredi faiz farkının düşürülmesinin ve dalgalanmaların azaltılmasının toplumsal refahı arttıracığı ve finansal piyasalarda istikrarı sağlayacağı sonucuna ulaşmıştır(Yücememiş vd.,2015: 452).

Faiz koridoru sisteminin bir diğer uygulaması da, üçlü faiz sistemidir. Bu üç faiz sırasıyla borç alma faiz oranı, borç verme faiz oranı ve politika faiz oranıdır. Merkez bankasının borç alma faiz oranı, geçici likidite fazlası olan bir bankanın, bu fonunu değerlendirerek, bir faiz getirisi sağlamak için merkez bankasına bu fonu mevduat şeklinde yatırması halinde almayı kabul ettiği faiz oranıdır. Borç verme faiz oranı; geçici likidite sıkışıklığına düşen bir bankanın, merkez bankasından kısa vadeli borçlanmak için ödemeyi kabul ettiği faiz oranıdır. Faiz koridoru denildiğinde merkez bankalarının gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları arasındaki bant kastedilmektedir. Mevcut yapıda merkez bankası fonlamayı esas alarak bir haftalık repo aracılığı ile yaptığından bir hafta vadeli repo fonlama faizi “politika faizi olarak isimlendirilmektedir. Para Politikası Kurulu her ay yaptığı toplantıda faiz koridoru ve politika faiz oranını gözden geçirerek kamuoyuna duyurmaktadır(TCMB, 2012:4).

Faiz koridoru sisteminin tercih edilme sebebi, para piyasalarındaki gecelik faiz oranını istenilen orana yakın tutmaktır. Tam koridor sistemi uygulamasında, politikada değişiklik yapılacaksa herhangi bir açık piyasa işlemi kullanılmaz, yalnızca koridor faiz oranlarında değişikliğe gidilerek işlem gerçekleştirilir. Zaman zaman merkez bankaları



doğrudan politika faizine müdahale etmeyip faiz koridorunu daraltıp genişletmek suretiyle piyasadaki döviz kurlarını kontrol etmeye çalışmaktadır(Vural, 2013:30).

Faiz koridoru uygulaması kullanılmasının bir başka amacı sermaye akımlarındaki dalgalanmaların döviz kuru ve ekonomik dengeler üzerindeki olumsuz etkilerini yumuşatmayı ve özellikle ekonomideki belirsizliklerin ortadan kaldırılması amaçlanmaktadır. Gerekli görülen durumlarda kredi genişlemelerinde etkili bir araç olarak kullanılabilir.

#### **4.2.2.5. Zorunlu Karşılık Politikası**

Zorunlu karşılığın anlamı mevduat kabul eden bankaların topladıkları mevduata karşılık olarak bankanın merkez bankasındaki hesaplarında buldurmaya mecbur oldukları parasal tutarlardır. Zorunlu karşılık oranlarının değişmesi para arzını etkiler, bu yüzden merkez bankaları tarafından para politikası aracı olarak kullanılmaktadır. Zorunlu karşılık oranları yükseldiğinde bankaların kredi verebilecekleri para miktarı düşer, dolayısıyla para arzının azalmasına sebep olur. Aksine zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi bankaların verecekleri kredi miktarını artırır ve para arzının artmasına neden olur. Zorunlu karşılıkların bu şekilde sonuç vermesi para politikası aracı olarak kullanılmasına neden olmuştur(Talası,2012:3). Zorunlu karşılıkların bu amaçla kullanımı üç başlıkta toplanabilir. Bunlar ihtiyat, parasal kontrol ve likidite yönetimidir.

Zorunlu karşılıklar tarihsel olarak altın standardının geçerli olduğu dönemlerde bankalar likidite riskine önlem olması için zorunlu karşılık tutmayı tercih etmişlerdir. Böylece bankalar mevduat çıkışlarının fazla olması ihtimaline karşı tedbir alıyorlardı. Fakat günümüz bankacılık sistemi ve gelişen merkez bankası uygulamaları sayesinde zorunlu karşılıkların sağladığı ihtiyati faydaları daha etkin bir şekilde karşılanmaktadır(Talası,2012:5).

Zorunlu karşılıkların ikinci kullanma sebebi parasal kontrolün sağlanmasıdır. Zorunlu karşılıkların parasal kontrol için kullanılması iki farklı kanal aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bunlar parasal çarpan ve zorunlu karşılıkların kredi faizi ve mevduat faiz farkına olan etkisidir. Parasal çarpan etkisi, para arzındaki artışların yeterli olmadığı varsayımına dayanan ve finansal kurumların kredi genişlemesinin zorunlu karşılıklar

yoluyla kısıtlanmasıdır. Burada bankanın yaptığı borçlanmanın belirli miktarını karşılık ayırması bankaların borç verebilecekleri miktarı sınırlamaktadır.

Zorunlu karşılıklar bankalara faiz getirisi sağlamayan araçlar oldukları için oranların yükseltilmesi bankalar açısından para politikasında sıkılaştırma anlamına gelmektedir. Fakat zorunlu karşılıkların arttırılması vasıtasıyla parasal sıkılaştırma yapılması politika faizinin arttırılmasıyla yapılandırılmıştır. Politika faiz oranlarının arttırılması ile parasal koşulların yükseltilmesi çoğunlukla kısa vadeli yabancı sermaye girişlerine yol açarak ulusal paranın değer kazanmasına ve cari işlemler dengesinin bozulmasıyla cari açık verilmesine neden olmaktadır. Bu durum cari açığın olduğu ülkelerin finansal istikrarla ilgili risklerini arttırmaktadır. Ancak parasal sıkılaştırma yapılırken politika faiz oranının arttırılması yerine zorunlu karşılık oranlarının arttırılması kısa vadeli yabancı sermaye akımını oluşturmadan toplam talebi kontrol edebilmektedir.

Zorunlu karşılıkların merkez bankalarının likidite yönetiminde de önemli bir yeri vardır. Merkez bankaları zorunlu karşılık oranlarında değişiklik yaparak piyasadaki likidite fazlasını piyasadan çekebilme ya da piyasaya likidite sağlayabilmektedir. Aynı zamanda zorunlu karşılık oranlarındaki değişiklikler yoluyla piyasadaki likiditenin arz ve talep dengesizlikleri giderilerek para piyasası faiz oranlarının politika faiz oranına yakın seviyede oluşmasını amaçlamaktadır.

Zorunlu karşılık politikası küresel finans krizinden önce de merkez bankalarının politika araç setlerinde bulunmalarına rağmen, merkez bankalarının çoğunlukla enflasyon hedeflemesi rejimini kullanması ve finansal inovasyonların giderek hız kazanması ile zamanla etkinliği azalmıştı. Fakat küresel kriz sonrasında zorunlu karşılıklar, gelişmekte olan ülke merkez bankaları tarafından kısa vadeli faiz kararları ve açık piyasa işlemleri gibi geleneksel para politikası uygulamalarına destekleyici olarak tekrardan etkinlik kazanmıştır. Finansal piyasaları derinden etkileyen ve yıllardır uygulanan birçok finansal politikaların tartışılmasına neden olan 2008 küresel krizi, tüm ülkelerde az ya da çok etkisini hissettirmiştir. Ülkeler, mevcut olan ekonomik duruma göre ekonomilerini krizden kurtarmak için yeni politikalar aramaya çalışmışlardır. Özellikle krizin merkezi olan ABD ve krizden en çok etkilenen ekonomi bölgelerinden biri olan Avrupa merkez bankalarının eşine rastlanmamış genişleyici para politikaları uygulamaları, Türkiye

örneğindeki gibi gelişmekte olan ülkelere ucuz ve çok miktarda yabancı sermayenin girmesine neden olmuştur(Eroğlu, 2016:64).

Dünyadaki uygulamalara bakıldığında son yıllarda zorunlu karşılıkların oldukça fazla sayıda merkez bankası tarafından bir finansal istikrar aracı olarak değerlendirildiği görülmektedir. Zorunlu karşılıklar, gelişmekte olan ekonomilerde aktif olarak para politikası aracı olarak kullanılmıştır. Sadece bir araç olarak faiz oranının hem fiyat hem de finansal istikrar hedefleriyle başa çıkmak için yeterli olamayabileceği gerçeği ile zorunlu karşılık politikasının kullanılması motive edilmiştir. Daha spesifik olarak, dış kaynaklı büyük sermaye girişleriyle karşı karşıya kalındığında, iç kredi büyümesini engellemek için faiz oranını yükseltmek daha fazla sermaye çekebilir ve bu da kredi döngüsünü arttırabilir. Zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, bu ikilemi, sermaye girişlerini çeken mevduat faiz oranlarını, kredi faiz oranları yükselse bile mutlaka artmayacağı ölçüde giderebilir(Brei ve Moreno, 2016:1). Ancak zorunlu karşılıkların kredi artışlarını dizginlemesi marifetiyle finansal istikrara katkıda bulunup bulunmayacağı noktasında görüş ayrılığı vardır. Zorunlu karşılık politikalarıyla kredilerdeki artış yumuşatılabilir. Yine de bazı durumlara dikkat edilmesi gerekmektedir. Zorunlu karşılıklar yalnızca mevduatlar ile ilgili olduklarından mevduat dışı kanallardan zorunlu karşılığa tabi olmayacak şekilde kaynak yaratılabilmesinin kolaylaşmasının mümkün olması durumunda, zorunlu karşılıkların kredileri etkileme şansı azalacaktır.

#### **4.2.2.4.1. Zorunlu Karşılığa Tabi Yükümlülüklerin Kapsamı**

Bankaların ve şirketlerin tabi oldukları muhasebe standartları ve kayıt düzeni esas alınarak, yurt dışı şubelerin yükümlülükleri dâhil, Merkez Bankasına, Hazineye, yurt içi bankaların ve uluslararası anlaşmayla kurulmuş olan bankaların Türkiye'deki merkez ve şubelerine olan yükümlülükleri hariç olmak üzere aşağıda belirtilen bilanço kalemleri zorunlu karşılığa tabi Türk Lirası ve yabancı para yükümlülüklerini oluşturur.

- Mevduat/katılım fonu (3/2/2007 tarihli ve 26423 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2007/1 sayılı Mevduat Katılım Fonlarının Vadeleri ve Türleri Hakkında Tebliğ kapsamındaki resmi kuruluşlardaki resmi kuruluşlar ile 7/3/2019 tarihli ve 810 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararıyla yürürlüğe giren Kamu Haznedarlığı Yönetmeliği kapsamındaki kurumlar hariç ).

- Repo işlemlerinden sağlanan fonlar hariç (Borsa İstanbul piyasalarından sağlananlar hariç).
- Kullanılan krediler (Hazine garantisi ile sağlananlar hariç).
- İhraç edilen menkul kıymetler (net).
- Sermaye hesaplanmasına dâhil edilmeyen borçlanma araçları.
- Yurt dışı merkeze yükümlülükler (net).
- Kredi kartı ödemelerinden borçlar.
- Mustakrizlerin fonları

Yukarıda sayılan bilanço kalemleri toplamından, yurt dışı şubelerce bankalar ve kredi vermeye yetkili diğer kuruluşlar hariç olmak üzere yurt dışı yerleşiklere kullandırılan kredi tutarı kadar indirim yapılabilir.

Zorunlu karşılık olarak ayrılacak yükümlülükler Türk Lirası dışında ABD doları, Euro ve külçe ve hurda altın olarak belirlenmiştir. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler iki haftada bir Cuma günleri hesaplanır. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülükler Türk Lirası cinsinden hesaplanır. Yabancı para yükümlülüklerinin Türk Lirası karşılığı için bankanın döviz kurları kullanılır. Kıymetli madenler için yükümlülüklerin hesaplandığı tarihte Borsa İstanbul (BİST) nezdindeki Kıymetli Madenler ve Kıymetli Taşlar Piyasasında (KMKTP) oluşan ağırlıklı ortalama kıymetli maden fiyatları, fiyat oluşmaması halinde uluslararası piyasalarda oluşan ve Borsa İstanbul tarafından ilan edilen metal fiyatlarıdır(TCMB,2014;2).

#### **4.2.2.6. Rezerv Opsiyon Mekanizması**

2007 yılında ABD’de başlayan ve daha sonra bütün dünyaya yayılan kriz sermaye akımlarında oynaklığa neden olmuştur. Sermaye akımlarının artan oynaklığı ve finansal istikrar endişelerinin farkındalığı, merkez bankalarını yakın zamanda alternatif politika araçları benimsemeye itmiştir. Bu çerçevede, TCMB finansal istikrarı yardımcı hedef olarak benimsemiş ve ekonominin dış finansman şoklarına karşı dayanıklılığını arttırmak

için diğer ülkelerde çok fazla bulunmayan yeni bir araç kullanmaya başlamıştır. Bu araç TCMB tarafından tasarlanan Rezerv Opsiyon Mekanizmasıdır (ROM).

TCMB, küresel finansal krizden çıkış sürecinde aktif bir şekilde uygulamaya başladığı yeni politikalar çerçevesinde zorunlu karşılıkları etkin bir şekilde kullanmaktadır. Bu süreçte zorunlu karşılık oranları ilk olarak kademeli bir şekilde artırılmış, oranlar vadelere göre farklılaştırılmış, zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı genişletilmiş, karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiştir. 2011 Ağustos'undan bu yana dünya ekonomilerindeki gelişmelerle birlikte küresel boyutta riskten kaçınma eğiliminin çoğalması ve risk iştahının daha oynak hale gelmesi ile bankacılık sisteminin likidite ihtiyacını azaltmak için zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır. Son dönemde ise sermaye hareketlerindeki aşırı oynaklığın finansal istikrar ve makroekonomik politikalar üzerindeki olumsuz etkilerini azaltmak, Merkez Bankasının brüt döviz rezervlerini kuvvetlendirmek ve bankaların likidite yönetimlerine esneklik kazandırmak için ROM uygulaması para politikası aracı olarak kullanılmaya başlamıştır.

ROM, bankalara Merkez Bankasında tutmak mecburiyetinde oldukları Türk Lirası zorunlu karşılıkların belirli bir yüzdesini standart altın ve döviz (dolar ve/veya euro) cinsinden tesis edebilme kolaylığı sağlayan bir uygulamadır. ROM ile bankalara Türk Lirası likidite ihtiyaçları için döviz varlıklarının belli bir yüzdesini kullanarak karşılama imkânı sağlanmaktadır. Böylece, hem Merkez Bankasındaki döviz rezervleri artmakta, hem de bankalara Türk Lirası zorunlu karşılıkları tesis etmede esneklik kazandırılmaktadır. Ayrıca ROM uygulamasının piyasalarda otomatik dengeleyici olarak çalışmasıyla sermaye hareketlerinin yurt içi piyasada oluşturduğu döviz hareketliliğini azaltmakta ve bu nedenle faiz koridoruna olan ihtiyacı nispeten düşürmektedir. Ayrıca ROM uygulaması yastık altında bulunan altının da ekonomiye kazandırılmasına katkıda bulunmaktadır(TCMB,2012:2).

Bankaların bu imkânı ne miktarda kullanılabileceğine dair üst limitler Rezerv Opsiyon Oranı (ROO) ile belirlenebilmektedir. Türk Lirası zorunlu karşılıkların her birimi için tesis edilebilecek döviz veya altın karşılığını belirleyen katsayılara ise Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) denilmektedir(TCMB.2018:51). Bankaların bu imkândan ne miktarda faydalanacakları bankaların bulabildiği döviz kaynağı miktarına ve diğer

fonlama araçlarıyla kayıtsız bırakan marjinal ROK değerine (eşik ROK) bağlıdır. Eşik ROK ise temel olarak döviz ve Türk Lirası kaynakların görece maliyetine göre değişir. Örneğin, eğer ROK 2 ise bankalar ROM tesisini kullanmak istiyorsa 1 TL rezerv gereksinimi için 2 TL değerinde döviz veya altın tutmak zorundadır(Koray vd.2012:2).

Sermaye girişlerinin arttığı zamanlarda, genellikle dövizin kaynak maliyeti Türk Lirası kaynak maliyetine göre düşük olur. Bu durumda, eşik ROK yükselmekte ve bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıkların daha fazla kısmını döviz cinsinden tutma eğilimi artmaktadır. Diğer bir ifadeyle dövizle borçlanma maliyetinin düşmesi, bankaların ROM'dan daha fazla faydalanmalarını teşvik etmektedir. Bu sayede, döviz yurt içi piyasaya girdiğinde bir kısmının, bankalar tarafından satın alınarak ROM uygulamasında kullanılmak için Merkez Bankası nezdinde bulunan hesaplara aktararak piyasadan çekilmesi sağlanmakta ve bu sayede Türk Lirasının aşırı değerlenmesinin önüne geçilmektedir. Ayrıca ülkeye giren dövizin krediye dönüşüm oranı da azalmaktadır. Böyle dönemlerde, borçlanma kısıtlarının gevşemesiyle ilişkili olarak sermaye akımlarının artması ROM imkânının daha fazla kullanılmasına, dolayısıyla döviz likiditesindeki artışın belirli bir miktarının piyasadan çekilmesi sağlanmaktadır. Bunun sonucunda, sterilize edilmesi gereken Türk Lirası likidite miktarı aynı miktarda dövizin Merkez Bankasınca satın alındığı duruma göre daha azalmaktadır.

Sermaye girişlerinin azaldığı dönemlerdeyse, döviz kaynaklarının maliyeti Türk Lirası kaynakların maliyetine göre fazla olmakta ve yurt dışı fonlara erişilmesi zor olmaktadır. Bu durumda, bankalar ihtiyaçları olan döviz likiditesinin bir kısmını ROM kullanımlarını azaltarak sağlamaktadır. Sermaye girişlerinin azalması borçlanma kısıtlarını daha da bağlayıcı hale getirmesi nedeni ile bankalar ROM kullanımlarını azaltmaktadır. Bu durum Türk Lirası üzerindeki değer kaybetme yönlü baskıyı azaltırken, talep edilen Türk Lirası likiditesi miktarını artırmaktadır(TCMB,2012:2-3).

### **4.3. Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Dünyadaki Belirli Merkez Bankaları Tarafından Uygulanması**

#### **4.3.1. Amerika Merkez Bankası'nın Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları**

Yirminci yüzyılın sonlarında ABD para politikası yüksek ve düzensiz enflasyonla mücadele etti. Özellikle FED başkanları Poul Walker ve Alan Greenspan dönemlerinde enflasyon ile mücadelede başarılı olundu. Düşük enflasyon ve enflasyon beklentisi üretim ve istihdamda kısa vadeli dalgalanmalara engel olarak 1980'lerde ve 1990'larda ekonomik istikrar ve büyüme için destek sağladı. Bununla birlikte düşük enflasyon ve düşük reel faiz oranları ile birlikte istenen yatırıma göre arzu edilen küresel tasarrufun artması, uzun vadede düşük faiz oranlarına dönüşmüştür. Nominal faizlerin etkin alt sınırın altına düşmesi yatırımcılara sıfır nominal getiri kazanma seçeneğini ortaya çıkarır. Benzer durum Japonya'nın son on yılı deneyiminde karşılaştığı gibi düşük enflasyon ve düşük nominal faizin olduğu kendi kendini sürdüren bir tuzağa dönüşebilir.

ABD ve diğer gelişmiş ekonomilerde, kritik dönüm noktası 2007-2009 küresel mali kriziydi. Panik şoku ve ardından Avrupa'da yaşanan bağımsız borç krizi ABD ve küresel ekonomileri derin bir resesyona sürükledi. Kısa vadeli faiz oranları sıfıra indikten sonra FED ve diğer merkez bankaları alternatif para politikası araçlarına yöneldi. Para politikasının geçerli kalması için politika yapımcılarının yeni araçlar, taktikler ve çerçeveler benimsemesi gerekmektedir(Bernanke.2020:944).

Geleneksel para politikalarının kullanılması, kısa vadeli faiz oranının sıfır olması veya sıfıra yaklaşması, FED ve diğer gelişmiş ekonomiler merkez bankalarının yeni politika araçlarını devreye almasına neden oldu. FED tarafından kullanılan başlıca yeni araçlar miktarsal genişleme (QE) ve ileriye yönelik rehberlik politikalarıdır. Yeni araçların, politika faizlerinin alt sınırla sınırlandırıldığı durumlarda, finansal piyasalar normal işlerken bile finansal koşulların hafifletilmesinde etkili olduğunu ve gelecekte daha etkili hale gelebileceğidir. Buna göre yeni araçlar standart merkez bankasının araç setinin bir parçası haline gelmelidir. FED yaptığı tahminlerde faiz oranının % 2-3 aralığında olması durumunda QE ve ileriye yönelik rehberlikle birlikte kullanılmasının eşdeğer sayılabileceğini göstermektedir(Bernanke, 2020:943).

Şimdi FED tarafından uygulanan geleneksel olmayan para politikalarını açıklayalım.

#### **4.3.1.1. Amerika Merkez Bankasının Uyguladığı Miktersal Genişleme Politikası**

Kriz sonrasında FED Açık Piyasa Komitesi (FOMC) uzun vadeli menkul kıymetlerin satın alınmasına, özellikle de anaparası olan kurum menkul kıymetlerine odaklanmıştır. James Tobin, Milton Friedman, Fronco Modigliani, Karl Brunner ve Alan Meltzer gibi birçok iktisatçı “Portföy Dengesi Kanalı” teorisinden hareketle bu tür alımların ekonomiyi etkilediğine inanıyorlardı. Portföy dengeleme kanalı yaklaşımı merkez bankasının mali içerikli ve parasal olmayan varlık alımlarıyla parasal tabanda meydana getirdiği artışlara dayanmaktadır. Ayrıca bu kanalın altında yatan temel dayanak farklı finansal varlık sınıflarının, yatırımcıların portföylerinde mükemmel ikame olmamalarıdır. Örneğin, bazı kurumsal yatırımcılar ellerinde tutabilecekleri menkul kıymet türlerine ilişkin yasal kısıtlamalarla karşı karşıya kalırlar, perakende yatırımcılar yüksek işlemler veya bilgi maliyeti nedeniyle belirli varlık türlerini elde tutmaya isteksiz olabilirler ve bazı varlıkların maliyeti yüksek olabilir.

Büyük ölçekli varlık alımları, diğer kanallar aracılığıyla finansal koşulları ve ekonomiyi büyük oranda etkileyebilir. Örneğin, merkez bankasının ısrarla önceden düşünülenenden daha uyumlu bir politika duruşunu sürdürme niyetinde olduğuna işaret edebilirler. Böylece yatırımcıların FED fon oranının gelecekteki yoluna ilişkin beklentilerini azaltabilir ve özellikle uzun vadeli faiz oranları üzerinde aşağı yönlü baskı oluşturabilirler. Bu tür bir sinyal, deflasyon risklerine ilişkin endişelerin azaltılmasına yardımcı olarak hanehalkı ve iş aleminin güvenini artırabilir. Varlık satın alımları stresli dönemlerde finansal piyasaların işleyişini de iyileştirerek bazı sektörlerde kredi koşullarını rahatlatılabilir.

FED fon oranı için hedefte daha fazla kesinti yapılmasına yönelik alan giderek sınırlı olduğundan, 2008 yılının sonlarında bir dizi büyük ölçekli varlık alımını (LSAP'ler) başlattı. Bu satın alma dalgası QE1, QE2 ve QE3 olarak biliyordu. FED'in varlık alım programında Q1'de 1,75 trilyon, Q2'de 600 milyar ve Q3'de 1,5 trilyon dolar olmak üzere toplam 3,85 trilyon dolarlık varlık alımı gerçekleştirmiştir.



Eylül 2008'de başlayan QE1 kapsamında, FED yaklaşık 2 trilyon dolarlık banka borcu, ipotek destekli menkul kıymetler ve hazine bonoları satın aldı. Kasım 2010'da FED, 2011'in ikinci çeyreğinin sonuna kadar 600 milyar dolarlık hazine menkul kıymeti satın alan ikinci bir niceliksel gevşeme turu olan QE2'yi açıkladı. QE3'ün temel amacı, 2012 yılına kadar %7'nin üzerinde kalan işsizlik oranını azaltmaktır. QE3 çerçevesinde FED, Aralık 2012'den itibaren yaklaşık bir yıl boyunca her ay 85 milyar dolarlık tahvil satın aldı. Aralık 2013'te başlayan satın alma işlemi Ekim 2014'ün sonunda kademeli olarak azaltılarak tamamlandı. QE programının kümülatif etkisi, ABD para tabanını dört buçuk kattan fazla artırdı. (Ağustos 2008'de yaklaşık 850 milyar dolardan Eylül 2015'te 4 trilyon dolardan daha fazla) oldu(Cukierman, 2019:3).

FED'in QE operasyonları, sıfır alt sınır ortamında uzun vadeli faiz oranlarını düşürmeyi amaçlıyordu. Geleneksel bilgiye göre normal zamanlarda genişlemeci para politikası, riskli uzun vadeli faiz oranlarını düşürerek ekonomiyi teşvik eder ve Merkez Bankasının kısa vadeli politika oranlarının düşürülmesini sağlar. Ancak bu iletim mekanizması sıfır alt sınırdan çalışmaz. QE gibi geleneksel olmayan parasal araçların altında yatan görüş uzun vadeli riskli oranların, QE operasyonları ve vade uzatma programları ile doğrudan azaltılabileceğidir(Cukierman, 2019:3).

Kasım ayında, FOMC, ajans MBS'si ve ajans borcunda toplam 600 milyar dolarlık bir satın alma programı duyurdu. Mart 2009'da FOMC, bu satın alma programını önemli ölçüde genişletti ve 1,25 trilyon \$ 'a kadar acente MBS'si, 200 milyar \$ 'a kadar acente borcu ve 300 milyar \$ 'a kadar uzun vadeli Hazine borcu satın alacağını duyurdu. Bu alımları 2010 yılında küçük ayarlamalarla tamamlamıştır. Kasım 2010'da, FOMC, 2011 ortasında sona eren bir dönem boyunca ilave 600 milyar dolarlık uzun vadeli Hazine tahvili satın alarak FED'in menkul kıymetlerini daha da genişleteceğini duyurdu(Federalreserve.com,09.09.2020).

FED tarafından yapılan büyük ölçekli varlık alımlarının maliyetleri Bernanke tarafından şu şekilde sıralandı; İlk olarak yapılan bu işlemler menkul kıymetler piyasasının işleyişini bozabilir. FED'in yaptığı varlık alımlarının yasa gereği hazine ve kurum tahvilleri ile sınırlı olması ve her ne kadar piyasada arz edilen tahvil büyük miktarlarda olsa da tahvillerin tamamı aktif olarak alınıp satılmamasıdır. Bu durumda FED'in piyasada baskıcı bir hale gelmesi özel acenteler arasındaki likiditeyi ve fiyat

keşfini azaltabilir. Küresel finansal sistem, ABD hazine tahvilleri için derin ve likit piyasalara bağlı olduğundan, piyasaların bozulması maliyeti arttıracak ve özellikle para politikasının aktarımını engelleyebilecektir.

İkinci potansiyel maliyet, bilançolardaki önemli ölçüde daha fazla genişlemenin, FED'in uygun zamanda destekleyici politikalardan sorunsuz bir şekilde çıkma kabiliyetine olan kamu güvenini azaltabileceğidir. Ortada herhangi bir gerekçe olmasa bile güvendedeki bu tür bir azalma, enflasyon beklentilerinin yüksek maliyetli bir şekilde çözülme riskini arttırabilir ve bu da finansal ve ekonomik istikrarsızlığa yol açabilir. Bununla birlikte bilançodaki 2012 yılına kadar olan genişlemenin enflasyon beklentilerini önemli ölçüde etkilememiş olması dikkate değerdir; bunun nedeni FED'in uygun olduğunda para politikasını normalleştirebilmesi için araçlar geliştirmeye büyük önem vermiş olmasıdır.

Üçüncü potansiyel maliyet, finansal istikrara yönelik risklerdir. Bu konuda dikkatli izleyerek sistematik riski azaltmayı amaçlayan mali düzenleyici reformların uygulanmasına devam edilmelidir.

Dördüncü potansiyel maliyet, faiz oranlarının beklenmedik bir boyuta yükselmesi durumunda FED'in mali kayıplara maruz kalması olasılığıdır.

#### **4.3.1.2. Amerika Merkez Bankası'nın Uyguladığı İleriye Yönelik Rehberlik Politikası**

Geleneksel para politikasının sınırına (sıfır alt sınır) ulaşan ve yüksek işsizlik ve düşük çıktı karşısında, para otoritesi gelecekteki politika faizleri tahminini açıklayarak daha fazla uzlaşma sağlamaya çalıştı. Ekonomi likidite tuzağında iken ileri rehberlik politikası parasal otoritenin ana araçlarından biri haline geldi.

Bu yeni politika aracının etkinliğini anlamak, gelecekteki durgunluklara yardımcı olmak için çok önemlidir. Ekonomik koşullar düzelmesine rağmen gelecekte faiz oranlarını sıfırda tutma taahhüdü (yükselen enflasyon gibi) eşzamanlı olarak pozitif çıktı etkileri sağlar(Hagedorn vd, 2019:1).

Merkez bankaları ileriye yönelik rehberlik sağladığında, bireyler ve işletmeler bu bilgileri harcama ve yatırım hakkında karar verirken kullanacaklardır. Bu nedenle,

gelecekteki politika hakkında ileriye yönelik rehberlik, günümüzün mali ve ekonomik koşullarını etkileyebilir.

FED Açık Piyasa Komitesi (FOMC) 2000'lerin başındaki toplantı sonrası açıklamalarında ileriye dönük rehberlik kullanmaya başladı. FOMC Şubat 1994 ve Haziran 2004 yıllarında parasal sıkılaştırma yaptı. Ancak Şubat 1994 sıkılaştırma sırasında, FOMC'nin, halkla politika iletişimi sınırlıydı, zamanında değildi ve mali piyasalar FOMC'nin kararlarını tam olarak tahmin edemiyorlardı. FOMC ileriye yönelik kılavuz uygulamalarına ilk olarak Ağustos 2003'te başladı. Yapılan açıklamada parasal sıkılaştırma yönündeki politika düzenlemesinin önemli bir süre sürdürülebileceği belirtildi. Böylece FOMC doğru sinyal vererek halkın beklentilerini şekillendirmeyi başardı(Meade,.vd., 2015:7).

Küresel mali krizin ardından, FOMC FED fon oranı hedefini neredeyse sıfıra düşürdü ve ardından gelecekteki olası para politikası hakkında bilgi sağlamak için ileriye dönük rehberlik kullandı. Örneğin Aralık 2008'de yayınlanan toplantı sonrası bildiri, FOMC'nin zayıf ekonomik koşulların "bir süre için istisnai derecede düşük FED fon oranlarını garanti etme olasılığının" beklendiğini belirtti. FOMC'nin ileriye dönük rehberliği zaman içinde gelişti. Nihayetinde FOMC'nin rehberliği, FED fon oranının gelecekteki yolunun ekonomik koşulların nasıl değiştiğine bağlı olacağını gösterdi.

Aralık 2015'te FOMC, FED fon oranı hedef aralığını neredeyse sıfırdan yükseltmeye karar verdiğinde bu yedi yıl içindeki ilk değişiklikti. Toplantı sonrası açıklamasında politika hedefinde gelecekteki ayarlamaların zamanlaması ve boyutunun "maksimum istihdam ve % 2 enflasyon hedeflerine göre gerçekleşen ve beklenen ekonomik koşullara bağlı olacağını ilan etti.(federalreserve.gov.tr,22.09.2020).

FED Başkanı Jenet Yellen 2016 Haziran ayında yaptığı konuşmasında FOMC'nin % 2 enflasyon ve azami istihdam hedefinin geçerli olduğunu belirtmiştir. FED fon oranını (finansal kurumların gecelik bazda borçlanmalarını gerçekleştirdikleri para piyasası faiz oranı) belirlerken temkinli davranacaklarını söylemiştir. Bu hedefe ulaşmak için büyümenin ılımlı bir hıza dönüp dönmediğini, işgücü piyasasının daha da güçlenip güçlenmeyeceğini ve enflasyonun ilerlemeye devam edip etmeyeceğini değerlendirirken, ekonomik büyümeye parasal desteği yerinde tutmaya devam edeceklerini söylemiştir.(federalreserve.gov.tr,2020). 2016 yılında FED temel hedefi işsizliği

azaltmak ve enflasyon oranının artmasını sağlamaktı. Dönemde işsizlik oranı % 5'te sabit kalırken işgücüne katılım oranında gözle görülür bir artış sağlanmıştı. Enflasyon ise arzu edilen % 2 seviyesine ulaşamadı ve % 1'lik bir artış sağlandı. 2016 yılında ileriye yönelik rehberlik uygulamalarına devam edildi. Yapılan açıklamada enflasyonun orta vadede % 2'ye yükselmesini beklediği ilan edilerek gelecekteki politika kararlarını değerlendirirken, enflasyon hedefleri doğrultusunda gerçekleşen ve beklenen ilerlemeyi dikkatle izlemeye devam edileceği ilan edildi.

2017 yılına ait para politikasında ileriye yönelik rehberlik uygulamasına devam edildi. Özellikle gelecekte enflasyon, istihdam ve FED fon oranını içine alan açıklamalar yapıldı. FOMC FED fon oranını hedefini % 0,25 daha arttırarak % 1 – 1,50 aralığına getirdi. Bu artış FED fon oranlarında yalnızca kademeli artışları garanti edecek bir şekilde gelişmesini beklediğini gösteriyordu. Yine FED fon oranının bir süre daha uzun vadede olması gereken seviyenin altında olabileceği açıklanmıştır. Buna ek olarak komite FED fon oranı normalleşene kadar menkul varlıklarının anapara ödemelerinin yatırılmasını beklemektedir.(federalreserve.gov.tr,25.09.2020).

2018 yılında FOMC'nin politika hedeflerinde bir değişiklik olmadı. Dönem içinde istihdamda artış sağlandı ve işsizlik oranı % 4 seviyesine düştü. Enflasyon oranı da arzu edilen % 2 seviyesine Mayıs ayında ulaştı. 2018 yılının ilk yarısında FOMC, FED fon oranı için hedef aralığını kademeli olarak arttırmaya devam etti. Komite hedef aralığı % 1,75 – 2 aralığına getirdi. FED fon oranı için hedef aralığını arttırma kararları, ekonominin maksimum istihdam ve fiyat istikrarı hedeflerine doğru devam eden ilerlemesini yansıtıyordu.

#### **4.3.2. Avrupa Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politika Uygulamaları**

ECB'nin kurulmasıyla beraber euro bölgesinde izlenecek para politikası ile ilgili olarak yapılan uzun görüşmelerden sonra parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi seçeneklerinin uygulamasına karar verildi.

ECB'nin uyguladığı para politikasında bir yandan para en önemli unsur olarak kabul edilirken, diğer yandan da birçok finansal ve ekonomik göstergeden yararlanarak

fiyat istikrarıyla ilgili risklerin geniş tabanlı bir değerlendirmesini yapabilmektedir. Bu iki strateji ECB para politikasının iki sütunu olarak adlandırılmaktadır.

ECB 1999 yılında para politikası çerçevesini açıklamak için hem parasal hedeflemenin hem de enflasyon hedeflemesinin bazı özelliklerini kapsayan “iki sütun” (two pillars) yaklaşımını resmi olarak kabul etmiştir. ECB’nin para politikasında birinci sütunda parasal analiz, ikinci sütun ekonomik analiz olarak düzenlenmiştir(Akbakay,2018:7).

Ekonomik analiz başlığı altında ECB, fiyat gelişmelerinin kısa ve orta vadeli belirleyicilerini değerlendirir. Ekonomik analiz, ekonomideki gerçek faaliyet ve finansal koşullara odaklanmaktadır. Ekonomik analiz, bu ufuklar üzerindeki fiyat gelişmelerinin büyük ölçüde mal, hizmet ve faktör piyasalarındaki arz ve talep etkileşimlerinden etkilendiği gerçeğini dikkate almaktadır. ECB ekonomik analiz yaparken düzenli olarak gözden geçirdiği değişkenler vardır. Bunlar; genel çıktıdaki gelişmeler, talep ve işgücü piyasası koşulları, çok çeşitli fiyat ve maliyet göstergeleri, maliye politikası ve Euro bölgesi için ödemeler dengesidir. Ekonomik analiz ayrıca, Euro bölgesi ekonomisini etkileyen şokların, bunların maliyet ve fiyatlandırma davranışları üzerindeki etkilerinin ve ekonomideki yayılmaları için kısa ve orta vadeli beklentilerin kapsamlı bir analizini içermektedir.(ecb.europa.eu, 02.02.2021).

Parasal analiz ise ekonomik analizden daha uzun vadeli bir ufka odaklanmaktadır. Para ve fiyatlar arasındaki uzun vadeli bağlantıyı kullanır. Parasal analiz esas olarak orta ve uzun vadeli perspektiften, ekonomik analizden gelen para politikası için kısa ve orta vadeli göstergelerden çapraz kontrol aracı olarak hizmet eder. Parasal analiz, gelecekteki enflasyon ve ekonomik büyüme üzerindeki etkilerini değerlendirmek amacıyla parasal ve kredi gelişmelerinin ayrıntılı bir analizinden oluşur. Bu araçlar, para birimlerinin, özellikle de M3 geniş tanımlı para arzındaki toplam gelişiminin, bileşenlerinden ve muadillerinden kaynaklanan bilgilere dayanarak kapsamlı bir analizi içerir. ECB’deki parasal analiz, kamu kurumlarında hem akademisyenler hem de ekonomistler tarafından geliştirilen artan sayıda ekonometrik para ve toplam kredi modelinin mevcudiyetinden de yararlanmaktadır. Kurumsal ve model tabanlı analizler, parasal verilerden orta ve uzun vadeli sinyallerin çıkarılmasını sağlayan önemli tamamlayıcı bloklardır. (ecb.europa.eu,03.02.2021)

Fiyat istikrarının devamı ECB'nin birincil amacıdır. İkincil amacı ise fiyat istikrarını koruyarak Euro bölgesinde sürdürülebilir bir büyümeye ve yüksek istihdam sağlayacak makroekonomik politikalara destek vermektir. Bu ikinci amaç, bilhassa 2008 krizinden sonra yaşanan politika ayrışması döneminde daha net olarak ortaya çıkmıştır. Aslında fiyat istikrarı tek başına ECB'nin değil aynı zamanda bir bütün olarak AB'nin birincil amacıdır. AB fiyat istikrarının diğer amaçların gerçekleştirilmesine katkıda bulunacağına inandığı için yaptığı anlaşmaların amaçları arasında bu konuyu vurgulamaktadır.

Küresel finansal krizden önce merkez bankalarında fiyat istikrarının sağlanması durumunda finansal istikrarın da sağlanacağı görüşü hâkimdi. Lakin küresel krizden alınması gereken en önemli derslerden biri de finansal istikrarı sağlamak için fiyat istikrarının gerekli olduğu fakat yeterli olmadığıdır. Çünkü fiyat istikrarının geçerli olduğu dönemlerde önemli finansal dengesizlikler ortaya çıkabilir. Krizden önce, özellikle enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkelerde, sadece finansal gelişmelerin fiyat istikrarı üzerindeki orta vadede etkileri üzerinde durulmaktaydı. Bugün ise merkez bankalarının çoğunluğu için finansal krizlerin maliyetlerinin yüksekliği ve sonuçlarının fiyat istikrarı açısından problematik olması sebebiyle finansal istikrar ulaşılması gereken bir hale dönüşmüştür(Akbakay,2018:7).

ECB'nin, Euro bölgesinde yaşanan ülke borç krizi ve finansal krizde rolü çok önemlidir. Bankanın kriz öncesindeki çalışma şekli, merkez bankalarının görevini sadece tüketici fiyat enflasyonunu korumakla sınırlayan merkez bankacılığının monetarist anlayışına dayanmaktaydı. Lehman Brothers iflas ettikten sonra, ECB keskin bir dönüş yaparak problemlili bankalara karşı nihai kredi verme mercii rolünü üstlendi. Ayrıca, ikincil piyasalardaki devlet tahvillerini de satın alarak, sıkıntı yaşayan devletlere dolaylı yoldan likidite sağlayarak kendi kurallarının dışına çıkmış oldu.

ECB'nin kriz sürecinde yürüttüğü para politikasını dönemlere ayırarak incelemek mümkündür. 9 Ağustos 2007'de Fransız Bankası BNP Paribas'ın sub-prime (Geri ödeme gücü zayıf ve kredi riski yüksek krediler) konut kredilerine yatırdığı fonlardaki hisselerin itfasını ertelediğini duyurduğu tarih, Avrupa'da krizin başlangıcı olarak kabul edilebilir. ECB'nin bu dönemde aldığı tedbirler, gereğinden fazla müdahale yapmaksızın gecelik faizlere yön vermeye devam edebilmek amacıyla, likiditenin miktar ve zamanlamasını

ayarlamak olmuştur. ECB likiditeyi piyasa katılımcılarının tercihlerine bağlı olarak, kısa ve uzun dönem refinansman operasyonlarıyla piyasaya bölüştürmüştür(Kılıcı,2012:162). Bankalararası piyasanın 2008 sonbaharında işlevini yitirmesi ve bankaların artık birbirlerinden borçlanmaya güvenmemesi, ECB'nin yaklaşımını değiştirdi. Sabit Oranlı Tam Tahsis olarak bilinen yaklaşımla operasyonların vadesi önemli ölçüde uzatıldı. Ayrıca yeniden finansman işlemlerinde teminat olarak kullanılacak uygun varlıkların çeşitliliği genişletildi.

2008'in ikinci çeyreği, Dünya üretimindeki keskin daralmanın ve sonrasında hafif bir iyileşmenin görüldüğü bir dönemdir. Bu dönemde, standart dışı para politikaları uygulanmıştır. Para ve sermaye piyasalarında giderek artan bozulma karşısında ECB bankacılık sistemini desteklemek üzere önemli adımlar atmıştır. Bu adımların birincisi Menkul Kıymetler Satın Alma Programıydı. İkincisi çok uzun vadeli refinansman işlemleriydi. Ayrıca finansal kriz faiz oranlarının da ciddi oranda indirilmesini gerektirmiştir. Lehman Brothers'ın iflasından sonraki yedi ayda ECB refinansman oranını %4,25'den %1'e düşürmüştür. Üçüncüsü ise ülke tahvil piyasalarında kendi kendini güçlendiren endişelere karşı tampon görevi gören koşullu Düpedüz Parasal İşlemler (OMT) programları uygulandı.

Krizin üçüncü aşamasında, ECB'nin standart dışı önlemleri bir kredi krizinin başlangıcını ve deflasyon riskini ele aldı. Kısa vadeli faiz oranları zaten sıfıra yakın olduğu için, ECB'nin standart dışı önlemleri, Euro bölgesindeki finansman koşullarıyla ilgili olan faiz oranları topluluğu etkilemek için tasarlandı.

ECB'nin önlemleri şunları içeriyordu;

Mevduat tesisi üzerinde negatif bir faiz oranı; işletmelere ve hanelere banka kredilerini desteklemek için tasarlanmış hedefli uzun vadeli refinansman işlemleri (TLTROs);

Faiz oranlarının vadeli yapısı üzerine aşağı yönlü baskı uygulamak için özel ve kamu sektörü menkul kıymetlerini içeren bir varlık satın alma programı (ASS);

İleri rehberlik, ECB'nin politika önlemlerinin gelecekte nasıl gelişeceğini ve hangi koşulların politika duruşunda bir değişikliği garanti edeceğini bildirmesidir.(ecb.europa.eu,27.01.2021).

ECB Ekim 2008 tarihinden itibaren sabit oranlı tahsis politikasını uygulayarak, bankalara sınırsız büyüklükte ve uzun vadelerle likidite sağlamaya başlamıştır. Ayrıca ECB, sabit operasyonlardaki faiz koridorunu daraltma kararı vermiştir. Bu politikada, yeterli teminat ve finansal sağlamlık koşullarının yerine getirilmesiyle, tarafların teklifleri karşılanarak, bankaların likidite sağlayabilmeleri için çaba sarf edilmiş ve likidite riskinin dengelenmesine çalışılmıştır(Kılıcı,2012:162).

#### **4.3.2.1. Avrupa Merkez Bankasının Varlık Alım Programı**

Küresel mali krizin bir sonucu olarak, temel faiz oranları efektif alt sınırın altına yaklaştı. Faizlerin daha aşağıya düşmesinin ekonomiye bir etkisi olmayacağı için ECB standart dışı önlemleri uygulamaya başladı. Enflasyon oranının düşük olmasının uzun vadede ortaya çıkartacağı riskleri engellemek ve enflasyon oranını %2 seviyesinde tutmak için başlatılan programlardan birisi de varlık satın alma programıydı (ecb.europa.eu,2021).

ECB, 2007 yılından bu yana euro bölgesinin yaşadığı mali makroekonomik ve ülke borç krizlerinin olumsuz etkilerini azaltmak amacıyla birden fazla kesinti uyguladı ve standart dışı geniş bir tedbir aldı. 2015 ve 2018 yılları arasında ECB genellikle nicel kolaylaştırma olarak nitelendirilen büyük ölçekli net varlık alımlarını üstlendi. Daha doğrusu, 22 Ocak 2015'te ECB yönetim kurulu, düşük enflasyon, uzun vadeli enflasyon beklentilerinin azalması ve ekonomik aktivitede kademeli bir toparlanmanın ön plana çıkarılmasına karşın genişletilmiş bir varlık satın alma programı (ASS) başlatmaya karar verdi. 3 enstrümanın kullanıldığı bu programda da enflasyonun çok uzun süre çok düşük kalma olasılığının arttığına işaret etti. Eylül 2014 yılında başlayan uygulama mevcut VDMK satın alma programı (ABSSS) ve teminatlı tahvil satın alma programını kapsıyordu. Ayrıca Mart 2015'te başlamak üzere kamu menkul kıymet satın alma programını (PSSS) başlattı(Gambetti,2020:2).

ECB yönetim kurulu 2015 Mart ayında başlayan tutarın %2 enflasyon hedefi ile tutarlı olduğunu, hedefi tutturmak için sürekli olarak denetim gerektiğini açıkladı. Bu



nedenle açıklanan uygulama, Mart 2015 ve Eylül 2016 tarihleri arasında, 2014 Eylül Euro bölgesinde elde edilen GSYİH'nin %11,3'üne karşılık gelen 1,14 trilyon Euro tutarında kamu ve özel sektör menkul kıymetlerinin birlikte alımlarını gerektirdi. Bu alım programı 2018 yılına kadar devam etti. Aylık olarak yapılan alım miktarları 80 milyar Euro ile 15 milyar Euro arasından değişti. Avrupa Merkez Bankası 2015 ile 2020 döneminde farklı isimler altında yaklaşık 2.5 trilyon Euro varlık alım programı gerçekleştirdi.

#### **4.3.2.1.1. Kurumsal Sektör Satın Alma Programı**

CSSS, ECB'nin varlık satın alma programının bir parçasını oluşturuyordu. Geniş anlamda CSSS, Euro bölgesinde kurulan banka dışı şirketler (yani NFC'ler ve sigorta şirketleri) tarafından ihraç edilen yatırım sınıfı Euro cinsinden tahvillerin Eurosystem tarafından satın alınmasından oluşur. CSSS, Euro bölgesindeki işletmelerin krediye daha iyi erişim sağlamasına, yatırımları artırmasına, iş yaratmasına ve böylece genel ekonomik büyümeyi desteklemesine yardımcı olmaktadır. İki yıllık program uygulanmasından sonra yaklaşık 150 milyar Euro'luk bir finansal destek sağlanmıştır. Bu durum enflasyonun orta vadede %2'ye yakın, ancak daha düşük seviyelere geri dönmesi ve istikrara kavuşması için bir ön koşuldur.

ECB'nin CSSS kapsamında satın alacağı menkul kıymetlerin bazı özellikleri taşıması gerekiyordu. Bu menkul kıymetlerin satın alma günündeki kalan vadeleri en az 6 ay ile en fazla 31 yıl arasında değişmeli ve menkul kıymetler Euro bölgesinde kurulmuş bir banka dışı bir şirket tarafından ihraç edilmeliydi. Kredi kuruluşları tarafından ihraç edilen menkul kıymetler uygun değildi. Borç araçlarının CSSS kapsamına girebilmesi için asgari bir ihraç hacminin olmaması, genellikle küçük miktarlarda borç menkul kıymetleri ihraç eden küçük firmalar tarafından ihraç edilen tahvillerin bile satın alınması amaçlanmıştır. Vadeye kadar olan getiri, satın alma sırasındaki mevduat tesisi oranının üzerinde olduğu sürece vadeye kadar olan negatif getiriye sahip uygun borçlanma araçlarının satın alınmasına da izin verildi (ecb.europa.eu, 24.01.2021).

CSSS, özellikle uygun ihraççılar arasında, birincil tahvil piyasalarındaki arz koşullarının iyileştirilmesine katkıda bulunmuştur. NFL'lerin net ihracı, CSSS'nin Mart 2016'da ilan edilmesinden hemen sonra toparlanmaya başladı. Bu toparlanma Almanya, İspanya, Fransa, Hollanda ve İtalya'da bulunan NFC'ler arasında daha belirgin olarak

gerçekleşti ve bu ülkelerde NFC'lerin sayısında artış görüldü. (ecb.europa.eu, 24.01.2021).

Aynı zamanda, yeni ihraç edilen CSSS'ye uygun tahvillerin vadesi artmıştır. Mart 2016 ile Ekim 2017 arasında, NFC'ler tarafından ihraç edilen ödenmemiş üst düzey teminatsız yatırım dereceli tahvillerin ortalama kalan vadesi, yaklaşık 5 aylık bir vade uzamasına karşılık gelen 8,9 yıldan 9,3 yıla yükseldi. Bu değişiklik, Haziran 2014 ile CSSS'nin duyurusu arasında yani, Eurosystem tarafından diğer büyük standart dışı para politikası önlemlerinin getirildiği bir dönemde gözlemlenen vade uzamasından daha büyüktü. NFC'ler tarafından ihraç edilen ödenmemiş tahvillerin kalan vadeleri, tüm büyük Euro bölgesi ülkelerinde uzamış olsa da, program kapsamında satın alınamayan bankalar tarafından ihraç edilen ödenmemiş tahviller, ülkeler arasında kalan vadelerde her hangi bir artış göstermemiştir.

Son olarak, CSSS, NFC'lerin tercihlerini 2015'ten önce kaydedilen seviyelerde Euro cinsinden tahvil ihraç etmeye kaydırmış gibi görünmektedir. CSSS döneminde, NFC'ler tarafından uygun Euro cinsinden tahvil ihracının toplam NFC tahvil ihracı içindeki payı artmıştır. Euro cinsinden varlıklar lehine böyle bir değişim, diğer yargı bölgelerinde NFC'ler tarafından ihraç edilen veya Euro bölgesi bankacılık sektörü tarafından ihraç edilen uygun olmayan tahviller için gözlemlenemez; bu CSSS dönemi boyunca Euro bölgesi NFC'ler tarafından ihraç edilen tahvillerin para birimi cinsinden değişiminin en azından bir kısmının programdan kaynaklandığını göstermektedir.

#### **4.3.2.2. Mevduat Tesisi Üzerinden Negatif Faiz Politikası**

Küresel finansal krizin ardından dünya ekonomisi büyük bir durgunluğa girdi. Birçok sanayi ekonomisindeki enflasyon oranları önemli ölçüde azaldı. Özellikle Euro bölgesinde enflasyon, 2009 ve 2016 yılları arasında %2'lik hedef oranının oldukça altındaydı ve hatta negatif bölgeye girdi. Ortaya çıkan deflasyonist spiralın potansiyelinin üstesinden gelmek için, EBC Negatif faiz politikasını (NIRP) Haziran 2014'ten itibaren benimsediğini ilan etti. ECB, banka kredilerini ve dolayısıyla ekonomik faaliyetleri teşvik etmeyi ve bankaları merkez bankasında gecelik mevduat tutmak ve ECB'den aldıkları likiditeyi firmalara veya hanelere geçirmemesini cezalandırarak için deflasyonist spirali durdurmayı amaçlamıştı(Czudaj, 2020:76). Ayrıca uygulanmaya başlayan negatif faiz

oranı politikasının temel amacı, bankaların merkez bankasındaki aşırı rezervlerini vergilendirerek borç verme ve ekonomik büyümeyi arttırmaktı(Zegarra and Willeon,2021:1). ECB'nin görevi, orta vadede %2'nin altında ancak %2'ye yakın bir enflasyon oranı hedefleyerek fiyat istikrarını sağlamaktır. Çoğu merkez bankası gibi, ECB de faiz oranlarını belirleyerek enflasyonu etkiler. Merkez bankası çok yüksek enflasyona karşı hareket etmek istiyorsa, genellikle faiz oranlarını arttırır, bu da borçlanmayı daha pahalı hale getirir. Buna karşılık, çok düşük enflasyona karşı koymak istiyorsa, faiz oranlarını düşürür.

Euro bölgesi enflasyonunun uzun bir süre %2'nin altında kalması beklendiğinden, ECB'nin yönetim kurulu faiz oranlarını düşürmesi gerektiğine karar verdi. ECN'nin hareket edebileceği üç ana faiz oranı vardır; birincisi bankalara gecelik borç verme için marjinal borç verme tesisi, ikincisi ana refinansman işlemleri, üçüncüsü ise mevduat tesisidir. Ana refinansman oranı, bankaların ECB'den düzenli olarak borç alabilecekleri orandır. Mevduat oranı ise bankaların merkez bankasına yatırılmış fonlar için aldıkları orandır. Oranlardan üçü de düşürüldü. Ticari bankaların birbirlerine borç verdiği işleyen bir para piyasasını korumak için, bu oranların birbirlerine çok yakın olmaması gerekiyordu. Mevduat oranı zaten % 0 ve refinansman oranı %0,25 olduğu için, refinansman oranının %0,15'e düşürülmesi, bu koridoru korumak için mevduat oranının -%0,10'a düşürüldüğü anlamına geliyordu. Bu durum Euro bölgesinde sürdürülebilir büyüme için gerekli koşul olan orta vadede fiyat istikrarını sağlamak için tasarlanmış önlemlerin bir parçasıydı.(ecb.europa.eu,31.01. 2021).

Bu durumun aslında tasarrufların üzerinde doğrudan bir etkisi olamayacaktı. Bu faiz oranları bankaların ECB'deki hesaplarını ilgilendiren oranlardı. Fakat dolaylı bir etkiden bahsedilebilir. Şöyle ki ticari bankalar tasarruf sahipleri için faiz oranlarını düşürebilir. Bu bankalardan kredi kullanan tüketicilerin ve şirketlerin daha ucuza kredi kullanmasına yardımcı olur. Piyasa ekonomisinde, tasarruf getirisi arz ve talep ile belirlenir. Düşük ve uzun vadeli faiz oranları, düşük büyümenin ve yetersiz sermaye getirisinin bir sonucudur. ECB'nin faiz oranı kararları, büyümeyi destekledikleri ve böylece faiz oranlarının kademeli olarak daha yüksek seviyelere geri dönebileceği bir iklim yarattıkları için sonuçta tasarruf sahiplerine fayda sağlayacaktır.

#### 4.3.2.3. Avrupa Merkez Bankasının İleriye yönelik Rehberlik Politikası

İleriye yönelik rehberlik, bir merkez bankasının faiz oranlarının gelecekteki muhtemel yolu hakkında iletişimi anlamına gelir. Merkez bankaları genellikle ileriye dönük rehberlik sağlayarak faiz oranlarının gelecekteki muhtemel yolu hakkında açıklamalar yaparlar. İleriye dönük rehberlik, özellikle merkez bankası artık politika faizi oranlarını (alt sınıra ulaştıkları için) düşüremiyorsa kullanır. Bu durumda, merkez bankaları gelecekteki politika oranları ile ilgili beklentileri yöneterek para politikasını daha da kolaylaştırabilir. Merkez bankaları, gelecekteki politika faizi oranları ile ilgili beklentileri pekiştirebilecek ve belirsizliği azaltabilecek ekonomik gelişmelerle ilgili olarak ortaya çıkabilecek tepkiler hakkında daha fazla bilgi sağlar.

İleriye yönelik rehberlik uygulamasının farklı türleri olsa da ECB çoğunlukla üç tür uygulamayı tercih etmiştir. Bunlar; Açık uçlu ileri rehberlik, politika hakkında tamamen niteliksel bir ifadedir. Gelecek dönemdeki faiz oranı hakkında beklentiler ortaya konulurken, net bir rakam yerine daha genel beklentilerden bahsedilir. Örneğin, “ECB’nin Temmuz 2013 ile Ocak 2016 yılları arasında kullandığı ifade, kilit faiz oranlarının uzun bir süre boyunca su andaki veya daha düşük kalmasını bekliyoruz”, şeklindeydi.

ECB’nin kullandığı bir diğer uygulama ise, veri tabanlı ileriye yönelik rehberlik uygulamasıydı. Bu uygulamada, ekonomik sonuçlara bağlı olarak bir politika izlenmekteydi. Örneğin, ECB’nin mevcut ileriye dönük rehberliği, kilit politika oranlarının mevcut seviyelerinde kalması bekleniyorsa kullanılan ifade tarzı, “enflasyonun daha düşük seviyelere yakın, orta vadede %2” olmasıdır. ECB beklentide enflasyonun çok fazla dalgalanmayacağını ve beklenen seviyede olacağını öngörmektedir.

ECB’nin kullandığı üçüncü yöntem ise takvim tabanlı yönlendirme kılavuzudur. Bu yöntemde, belli bir tarihe açık olarak gönderme yapılır. Örneğin yapılan açıklamada “kilit politika oranlarının en azından 2020’nin sonuna kadar değişmeyeceği, mevcut seviyelerde kalması bekleniyor”. Şeklinde olabiliyordu (ecb.europa.eu 06.02.2021).

### 4.3.3. İngiltere Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları

Para politikasının temel amacı fiyat istikrarını korumaktır. Bazı gelişmiş ekonomilerde, bu resmi enflasyon hedeflemesini rejimlerinde kurumsallaştırmışlardır. İngiltere Merkez Bankası'nın (BoE) TÜFE enflasyonu % 2 hedefine yakın tutması bunun geçerli bir örneğidir. Bunu içinde politika faizlerini kullanır. Ancak, politika faizleri sıfır tabanında veya yakınından sınırlandırılarak, yalnızca faiz indirimleriyle sağlanabilecek parasal teşvikin kapsamını sınırlandırmaktadır. Sıfır faiz oranları ile mevduat tutmak bankalarında tercih ettiği bir şey değildir. Merkez bankaları da pozitif bir alt sınırı kabul edebilir(Meier, 2009:5).

Geleneksel olmayan politikalara geçiş, kredi piyasalarındaki şiddetli çalkantı tarafından da motive edildi. Finansal sektör krizde iken, sadece sıfır sınırı ile sınırlanmakta kalmaz, aynı zamanda normal zamanlardan daha etkili olabilir. Bunun nedeni, kredi verenler kredi arzını kısıttığı ve belirli sermaye piyasası finansman kaynakları neredeyse tamamen ortadan kalktığı için kredi koşullarının keskin bir şekilde sıkılaşmasıdır. Geleneksel olmayan para politikaları, kısa vadeli faiz oranlarının belirlemesine odaklanan standart operasyonların hem tamamlayıcısı hem de uzantısı olarak hizmet eder(Meier, 2009:6).

Banka faizinin alt sınırına ulaşmasından önce bile, BoE, Şubat 2009'da niteliksel bir genişleme politikası başlattı. Birleşik Krallık Hazinesinden alınan açık bir yetkiye dayanarak, BoE, seçilmiş yüksek kaliteli özel sektörü satın almak için bir Varlık Satın Alma Tesisi (APF) kurdu. Varlıklar hazine bonusu ihracı yoluyla finanse edildi. APF'nin amacı, Hazine'nin talimatına göre, uygun enstrümanlar, özellikle ticari senet, şirket tahvilleri, devlet garantili banka tahvilleri, uygulanabilir menkul kıymetleştirme yapılarından varlığa dayalı kâğıtlar ve sendikasyon yoluyla kurumsal sektöre kredi akışını teşvik etmektir. Böylece geleneksel olmayan politika uygulamalarına başlanmış oldu. BoE'nin uyguladığı geleneksel olmayan politikalar çoğunlukla nicel genişleme ve varlık alımları gibi politikalar idi.

#### **4.3.3.1. İngiltere Merkez Bankasının Uyguladığı Niceliksel Genişleme Politikası**

Niceliksel genişleme, merkez bankasının değerlenmesini veya mevcudiyetini etkilemek istediği varlıkların sterilize edilmiş satın alımlarını içerir. Alım satım yapılan menkul kıymetler en açık uygulamayı temsil eder. Niceliksel genişleme terimi geniş manada, banka dışı kuruluşlara doğrudan borç vermeyi kapsamaktadır. Satın alımlar farklı şekillerde finanse edilebilmektedir. Bunlar (i) mevcut merkez bankası varlıklarını satarak veya ödünç vererek (genellikle kısa vadeli devlet kâğıtları kullanılıyor.); (ii) yeni kısa vadeli hükümet kâğıdı çıkarmak ve gelirlerin merkez bankasına yatırılması için anlaşma yapmak. Para arzı bu tür işlemlerden etkilenmediğinden faizler alt sınırın üzerinden uygulanır.

Niceliksel genişlemenin etkili olabilmesi için özel portföylerin yeniden dengelenmesi gerekir. Portföy yeniden dengeleme, eğer piyasa değerlemeleri varlık arzındaki değişikliklere duyarlıysa istenen fiyat etkilerini tetikleyebilir. Örneğin merkez bankası satın alımlarının özel portföydeki bir A varlığının payını azalttığı bir durumda, A varlığı, merkez bankası tarafından satılan varlıklara mükemmel bir şekilde ikame edilmezse, yatırımcılar, A varlığının payını (veya yeterince yakın ikamelerini) yeniden arttırmak için portföylerini yeniden dengelemeye çalışacaklardır. Genel arz düştükçe, bu yeniden dengeleme çabası A varlığının fiyatını arttıracaktır.

Buna göre, satın alınan varlık ile satılan varlık arasındaki farklılık arttıkça, nicel genişleme muhtemelen daha etkili olacaktır. Daha da önemlisi, portföy yeniden dengeleme, sadece merkez bankası alımları devam ettiği sürece fiyatları yükseltmeye değil, özel yatırımcıların varlığının değerlenmesini etkilemesine dayanır(Meier,2009:13 ).

2008 yılının sonlarında küresel mali krizin ortaya çıkması 1930'ların büyük bunalımından bu yana görülmemiş ölçüde ciddi bir gerileme riskinin artmasına neden oldu. Bu riski azaltmak için birçok ülkede mali ve para otoriteleri, krizin finansal istikrar ve reel ekonomi üzerindeki etkilerinin azaltılmasına yönelik çeşitli geleneksel ve geleneksel olmayan önlemler almaya başlamışlardır. BoE de bir dizi politika önlemleri ortaya koymuştur. Bu önlemler gelişmiş likidite desteğini, işlevsiz finansal piyasalarla

başa çıkmak için eylemleri ve büyük ölçekli varlık alımlarını içermektedir(Kapetanios, vd.. 2012:5).

Kapetanios ve arkadaşları BoE'nin yaptığı varlık alımlarının çıktı ve enflasyon üzerine etkilerini Mart 2009 ile Ocak 2010 dönemini analiz etmişler ve analizlerinde QE yapılmamış olsaydı ne olacağını değerlendirmek için karşı olgusal analiz yapmışlardır. Sonuç olarak analizin QE'nin finansal kriz sırasında etkili bir politika seçeneği olduğuna ve QE politikasının GSYİH ve Enflasyonda % 1'lik bir artışa yol açtığı sonucuna ulaşmışlardır(Kapetanios, vd.. 2012:5).

BoE'nin niceliksel genişleme programına başlangıcı, BoE Para Politikası Kurulu (MPC)'nin ilk olarak 5 Mart 2009 tarihinde, banka faiz oranlarını düşürmesi ve büyük ölçüde İngiliz Devlet Tahvilini içeren büyük bir varlık alımı programını başlatacağını açıklamasıdır. Merkez Bankasının para ihracı ile finanse edilen varlık alımları programının amacı, nominal harcamaları artırmak ve böylece yurt içi enflasyonu artırmak amacıyla parasal bir teşvik sağlamaktır.

BoE Mart 2009 başlayan varlık alımları politikasında Mart 2020 tarihine kadar yaklaşık 650 milyar £ varlık satın almıştır. Bu varlık alımı bir para basma işlemi olarak da tanımlanmaktadır. Bu işlemler finansal varlıkların ve diğer varlıkların fiyatlarının artmasını sağladı. Konut gibi bir kısım varlık fiyatları ise aynı kaldı. Önemli bir konuda QE ve 2009 yılında başka önlemler alınmamış olsaydı, varlık fiyatları muhtemelen daha da düşecekti. Aynı durum ekonominin kendisi için de geçerlidir. Varlık alımları, krizin daraltıcı etkilerini tam olarak dengelemiş olmasa bile, toplam talebi önemli ölçüde desteklemiştir(bankofengland,05.06.2020).

Daha sonra yapılan QE turları ilk seferden daha az etkili olabilir. Yine de İngiltere ekonomisi gerek büyüme, gerekse enflasyon rakamlarında iyi sayılabilecek rakamlara ulaşmıştır. 2008 ve 2009 yıllarında küçülen ekonomi (sırasıyla %-0,3 ve %-4,2) 2019 yılına kadar geçen dönemde büyüme rakamları elde etmiştir. 2008 – 2019 yılları arasında ortalama büyüme rakamı % 1,16 olarak gerçekleşmiştir.

Para politikası yöneticilerinin QE kullanılmasına izin verilmesi, QE'nin kullanılmadığı duruma göre ekonominin istikrarını arttırdığını göstermektedir. QE'nin aktif kullanımı ile çıktı açığı sifıra yakındır ve enflasyon ortalama olarak hedefe daha

yakındır. Ayrıca, aktif QE uzun vadeli tahvil getirilerinin QE'nin yokluğundan daha düşük olduğu söylenebilir.

Merkez bankasının bilançosunda kalıcı olarak büyük miktarda uzun vadeli devlet tahvili bulundurduğu bir politika çerçevesinin ortalama ekonomik sonuçları iyileştirmenin bir yolu olabileceği düşünülmektedir. Böyle bir politika, enflasyon hedefini tutturmak için gereken kısa vadeli politika faiz oranının daha yüksek olması için ortalama uzun vadeli getirileri azaltabilir(bankofengland,04.06.2020).

Reel faiz oranları uzun süre düşük kalırsa, politika faizlerinin de alt sınıra yakın kalmasına neden olabilir. Bu durum QE'nin gelecek dönemlerde de harcamaları ve enflasyonu desteklemek için kullanılabileceğini göstermektedir.

#### **4.3.3.2. İngiltere Merkez Bankasının Faiz Politikası**

Bazen “faiz oranı” bazen de “İngiltere bankası baz oranı” olarak kabul edilen banka oranı İngiltere Merkez Bankasının en önemli faiz oranı olarak kabul edilir. Oran Para Politikası Komitesi tarafından belirlenir. Banka oranı enflasyonu düşürmek ve düşük seviyede tutmak için kullanılan para politikası eylemlerin bir parçasıdır.

Banka oranı, İngiltere Merkez Bankasında tutulan paralar için ticari bankalara ödenen faiz oranıdır. Bu bankaların insanların tasarruflarını borç almak için ödedikleri ücretleri yani faiz oranlarını etkiler(bankofengland,20.12.2020).

Banka oranının değiştirilmesinin temel nedeni, tüketicilerin satın aldığı şeylerin (örneğin gıda, elektrik ve ulaşım gibi) maliyetinin çok hızlı yükselmediğinden (veya düşmediğinden) emin olmaktır. Banka aynı zamanda faiz oranlarını etkilemek için de banka oranının kullanmaktadır. Banka faiz oranı yükseldiğinde, bunun zaman içinde fiyatları yükselteceğini kabul etmektedir(bankofengland,21.12.2020).

Banka oranındaki değişiklik harcamaları ve enflasyonu etkileyebilmektedir. Örneğin oranların düşmesi kredi borcu ya da herhangi bir ipoteği olanların daha az faiz ödemelerine neden olabilir. Faizlerin düşmesi işletmelerin aldıkları ödünçlerin miktarını artırmasına neden olur. Ancak aynı anda tasarruflar da azalacaktır. Faiz oranlarının artması ise harcama eğiliminin azalmasına neden olur. İnsanlar çok az harcama yapmaya



başladığında bu durum üretimin azalmasına ve insanların işlerini kaybetmelerine neden olacaktır.

2008 yılının Ocak ayında %5,25 olan oran aynı yılın Aralık ayında % 2'ye düşürülmüştür. Banka oranındaki azalma sonraki yıllarda da devam etti. 2009 yılının Mart ayında % 0,50'ye düşürüldükten sonra 2016 yılının Ağustos ayına kadar değiştirilmedi. Daha sonra oranı %0,25'e düşürüldü. 2018 Ağustosunda % 0,75 çıkartıldıktan sonra 2020 yılında tekrar düşürülerek %0,10 olarak belirlendi.

#### **4.3.4. Japonya Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları**

Dünyada nicel genişleme politikasını ilk uygulayan banka Japonya Merkez Bankası (BOJ) olmuştur. 1990'ların başındaki arazi ve hisse senedi balonlarının patlaması Japon ekonomisini ciddi bir krize soktu. Bu da varlık fiyatlarının düşmesine neden oldu. BOJ krizi gidermek için gecelik faiz oranını indirmeye başladı. 1991'de % 8,6 olan faiz oranı 1995 yazına gelindiğinde %0,5'in altına indirildi. Buna rağmen, ekonomi 1997-1998 yılında ciddi bir kredi krizi yaşadı. Gecelik faiz oranı 1999'un başlarında neredeyse sıfıra düşürüldü(Ueda, 2012:4).

Banka 19 Mart 2001 tarihinde yaptığı duyuru ile küresel ekonomide yaşanan sert gerilemenin etkisi ile 2000 yılının sonlarında yavaşlayan Japonya'nın ekonomik toparlanmasının son zamanlarda durma noktasına geldiğini belirtmiştir. Banka fiyat artışının ve talebin zayıf olduğunu ve bunun fiyatlar üzerinde aşağı yönlü bir baskı oluşturacağından endişelenildiğini açıklamıştır. Uygulanan bu politikanın iki temel hedefi bulunuyordu. Bunların birincisi, bankaların BOJ'da bulunan cari hesap bakiyelerini bir politika hedefi haline getirmek ve onları gerekenden çok daha büyük cari hesap bakiyeleri tutmaya ikna etmektir. Bu, hâlihazırda düşük olan gecelik çağrı oranını (bu, FED'in para politikası aracı olan kabaca eşdeğer olan orandı) fiilen sıfıra düşürmek gibi beklenen etkiye sahipti. İkincisi ise TÜFE çekirdek enflasyon sıfır veya pozitif olana kadar bu politikayı koruma taahhüdüydü. Politika Mart 2006 yılına kadar devam etti(Spiegel, 2006:1).

Niceliksel genişlemenin temel politika yeniliği, Japon ticari bankalarının BOJ'da tuttuğu ödenmemiş cari hesap bakiyesinin, parasal işlemler için ana hedef olarak gecelik

çağrı faiz oranının yerini almasıydı. BOJ başlangıçta cari hesap bakiyesini yaklaşık bir trilyon ¥ arttırarak 5 trilyon ¥ hedefine yükseltti. Bu yeni hedef seviye faiz ödemeyen zorunlu karşılıkları aştığı için değişim çağrı oranını % 0,15 seviyesinden % 0'a yaklaştırdı. BOJ Mart 2001 ile Aralık 2004 arasında yaptığı artışlarla 35 Trilyon ¥'e ulaştı. BOJ bu artışları genellikle açık piyasa işlemlerinde JGB satın alarak yaptı.

Oda ve Ueda 2005 yılında yaptıkları çalışmalarda cari hesaptaki artışların orta ve uzun vadeli JGB getirileri üzerinde küçük ama istatistiksel olarak önemli bir etkisi olduğunu bulmuşlardır.

Niceliksel genişlemenin gerçek etkilerinin olabileceği ikinci bir kanal, beklentiler üzerine etkisidir. Niceliksel genişleme politikası kısa vadeli faiz oranlarını sıfıra çektiğinden, piyasalar BOJ'un enflasyon kriterleri karşılanana kadar politikayı sürdürme taahhüdüne ve kısa vadeli faiz oranlarının sıfırda kalacağına inandılar. Merkez bankasının bu taahhüdü faiz artırımına yol açabilecek ekonomik koşullar karşısında bile gerçekleşmişti. Enflasyon ekonomik toparlanmaya gecikmeli olarak yanıt verebileceğinden, politika taahhüdünün etkisi ileriye dönük daha düşük faiz oranları beklentisine katkı sağlayabilirdi(Spiegel, 2006:1).

Niceliksel politika uygulaması 9 Mart 2006 tarihinde BOJ'nin açıklaması ile sona erdi. BOJ, ana politika aracı olarak teminatsız gecelik çağrı oranını geri getirdiğinde resmi olarak niceliksel genişleme politikası sona ermiş oldu.

BOJ açıklamasında son on yılda uygulanan politikalar dâhilinde genişletici maliye politikaları ve faizlerin tarihi seviyelerde düşürülmesine rağmen Japonya ekonomisinin sürdürülebilir bir büyüme yoluna geri dönmediği belirtilmiştir. Bu açıklamanın sonunda banka 1 trilyon yen tutarında bir genişleme politikası başlatmıştır(Bank of Japan,04.10.2020).

#### **4.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Geleneksel Olmayan Para Politikası Uygulamaları**

TCMB 2002 yılına ilk önce örtük enflasyon hedeflemesini daha sonrada 2006 yılından sonrada açık enflasyon hedeflemesini uygulanmaya başlamıştı. Uygulamanın temel hedefi fiyat istikrarı olarak belirlenmişti. Bu hedefe ulaşması için kullanılan para

politikası aracı da kısa vadeli faizlerdi. Bu politika başarılı olmuş devamında enflasyon tek haneli rakamlara indirilmiş ve belli ölçüde finansal istikrar sağlanmıştı.

Küresel krizden alınması gereken derslerden birisi de finansal istikrarın dikkate alınmamasının orta ve uzun vadede fiyat istikrarı ve makroekonominin istikrarını tehdit edebileceğiydi. Nitekim merkez bankalarının varlık fiyatlarındaki balonları ve finansal sistemde biriken riskleri dikkate alması gerektiği görüşü küresel bazda giderek yaygınlık kazanmıştı. Öte yandan merkez bankalarının birden fazla değişkeni tek bir araçla kontrol etmesi oldukça zordur. Başka bir ifadeyle finansal istikrarı ve fiyat istikrarını dengeleyecek faiz oranı her zaman aynı olmayabilir.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal istikrarın ve fiyat istikrarı dengeleyecek faiz oranları arasındaki fark daha fazla olabilir. Küresel büyüme dönemlerinde artan risk iştahı sebebiyle gelişmekte olan ülkelere doğru sermaye akımlarını hızlandırmakta, reel kur değerlenmesi ve hızlı kredi genişlemesi yoluyla kaynak dağılımını bozmakta, bilançolardaki vade ve kur uyumsuzluklarını artırmakta ve bütün bunlar finansal istikrara ilişkin risklerin arttırmaktadır. Böyle bir ekonomik durumda, sermaye girişlerinin yavaşlatılması ve makroekonomideki dengesizliklerin azaltılması için kısa vadeli faizlerin düşük düzeylerde tutulması tercih edilen bir politika seçeneğidir. Fakat faiz oranlarının uzun süre düşük düzeylerde tutulmasının ekonomiye etkileri vardır. Düşük faizler iç talebi canlandırmakta fiyat istikrarını bozabilmektedir. Başka bir deyişle, iç dengeyi sağlayan faiz oranıyla, dış dengeyi sağlayan faiz oranı arasında farklar oluşabilmektedir. Dolayısıyla, fiyat istikrarını hedef alan merkez bankasının, aynı anda ekonomiyi makro finansal risklerden koruyan politikaları uygulayabilmesi, bilhassa sermaye girişlerinin hızlandığı dönemlerde, birden fazla politika aracının kullanılması ihtiyacını ortaya çıkartır(Başcı, E.,ve Kara, H.,2007:4).

Merkez Bankası artan makro finansal dengesizliklere karşı iki hedef belirlemiştir. Bunlar kredi genişlemesini yavaşlatmak ve kısa vadeli sermaye girişlerini azaltmak olarak belirlenmiştir. Bunun için fiyat istikrarıyla ilgili duruşunu değiştirmeden, finansal istikrarının korunabilmesi için, politika faizlerinin yanında, zorunlu karşılıklar ve faiz koridoru uygulamasının aktif politika araçları olarak kullanılması kararlaştırılmıştır.

#### **4.4.1. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Açık Piyasa İşlemleri Uygulaması**

Açık piyasa işlemleri (APİ), Merkez Bankası tarafından finansal piyasalardaki kısa vadeli faiz oranlarının politika faizleri etrafında oluşmasını sağlamak ve piyasadaki likidite miktarını düzenlemek için kullanılmaktadır. Uygulamanın ne anlama geldiği Merkez Bankası Kanununun 52. maddesinde tanımlanmıştır. Buna göre; “Banka, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla hareket eder. Banka Türk Lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri, menkul kıymetlerin ödünç alınıp verilmesi, Türk Lirası depo alınması ve verilmesi gibi APİ’yi yapabilir ve bu işlemlere aracılık edebilir. Bankaca başvurulacak açık piyasa işlemleri ile bu işlemlerle ilgili usul ve esaslar, APİ’ye konu olacak yüksek likiditeye sahip ve az riskli araçlar belirlenir. Banka, APİ çerçevesinde kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilir. Ancak, likidite senetlerinin devamlı bir alternatif yatırım aracı olma niteliği kazanmasının engellenmesi, ihraçlarının sadece APİ’nin etkinliğinin artırılması amacıyla sınırlı tutulması hususları göz önünde bulundurulur. Bankanın geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri ile Türk Lirası depo işlemlerinin anlaşma süresi 91 günü aşamaz, sürenin başlangıcı işlemlerin valör tarihidir. Banka, bu madde kapsamına giren işlemlerle ilgili kurum ve kuruluşları; bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre belirlenen aracı kurumlar arasından işlemin özelliğini göz önünde bulundurarak tespit etmeye yetkilidir. APİ, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz” (TCMB MD. 52).

Merkez bankasının uygulamaları incelendiğinde temel amacın diğer uygulamaları desteklemek olduğu söylenebilir. APİ 2012 ve 2013 yıllarında yoğun olarak kullanılmıştır. Özellikle işlemlerde miktar ihalesi açılacağı günlerde bir hafta vadeli fonlama tutarı yapılan öngörü çerçevesinde, piyasa şartlarına göre belirlenmiştir. Ayrıca 2012 para ve kur politikası metninde yer alan likidite yönetimi çerçevesinde başlanan bir ay vadeli repo ihale miktarı ile ilgili olarak alt ve üst sınırlar belirlenmiş, ilk önce 5 milyar TL olarak belirlenmiş üst sınır daha sonra 500 milyon TL’ye kadar düşürülmüştür.

Merkez bankası kanununda açık bir şekilde belirtilen APİ ekonomi üzerindeki etkisi şu şekilde ortaya çıkar; Merkez Bankası piyasada nakit sıkışıklığı olduğunda piyasada bulunan aracı kuruluşlardan ellerinde bulunan DİBS'leri alış sırasında tespit edilen bir fiyattan geri satma vaadiyle satın alması işlemidir. Bu yapılanın tam tersi olarak piyasada nakit fazlası olduğu durumda ise Merkez Bankası elinde bulundurduğu DİBS'leri satış sırasında belirlenen bir fiyattan satın almak şartıyla aracı kuruluşlara satmasıdır. Benzer şekilde Merkez Bankası piyasayı fonlamak istediğinde de piyasadan senet satın almakta veya piyasaya senet satarak fazla fonları piyasadan çekebilmektedir. Merkez Bankasının yaptığı APİ piyasada bulunan likiditeyi doğrudan etkilediği için diğer piyasalar da doğrudan etkilenmektedir. Örneğin Merkez Bankasının repo yaparak piyasayı fonlaması faizlerin düşmesine ve tahvil fiyatlarının yükselmesine neden olabilir. Tam tersine, Merkez Bankasının ters repo yapması ve piyasadan fon çekmesi faizlerin artmasına ve tahvil fiyatlarının azalmasına neden olabilir.

#### **4.4.1.1. Merkez Bankası Tarafından APİ'lerde Kabul Edilen Kıymetler**

APİ yapmaya yetkili kuruluşlar Merkez Bankası ile bu işlemleri yapmak için gerekli teminatları bulundurmakla sorumludurlar. Teminat olarak kabul edilecek kıymetler Merkez Bankası tarafından aşağıdaki gibi belirlenmiştir(TCMB,2012:47):

- Devlet iç borçlanma senetleri
- HMVKŞ tarafından yurt içinde ve yurt dışında ihraç edilen kira sertifikaları
- Merkez Bankası likidite senetleri
- Döviz ve efektif depoları
- Yabancı devletler ve hazinelerince ihraç edilmiş bono ve tahviller
- Hazine ve Maliye Bakanlığınca ihraç edilmiş Eurobodlar
- Vade yapıları ve özellikleri Merkez Bankası İdare Merkezince değerlendirilerek kabul edilecek olan Uluslararası İslami Likidite Yönetim Şirketi (IILM) tarafında ihraç edilen kıymetler
- Altın depoları

#### 4.4.1.2. Açık Piyasa İşlem Çeşitleri

TCMB yedi çeşit APİ yapmaktadır. Bunlar depo, repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım, likidite senedi ihracı ve Türk Lirası depo alım ihalesi işlemleridir.

Depo; Bu işlem türü, bir tür bankalar arasında yapılan bir mevduat işlemidir, genelde geleneksel olarak kabul edilen merkez bankalarının likiditenin son mercii işlemleri fonksiyonu dâhilinde kullanılır. Merkez bankaları genellikle para piyasasındaki bir gece vadeli faiz oranlarının belli bir bant içinde olmasını hedeflerler. Bu amacı gerçekleştirmek için bankalar, faizler bandın üst sınırına yaklaştığında açık piyasa işlemlerini kullanarak piyasaya likidite verirler. Bankalar faizler çok düştüğü zaman ise yine açık piyasa işlemleri vasıtasıyla piyasadan likidite alırlar ve böylece mevduat faizlerinin aşırı dalgalanmasını engellemeye çalışırlar.

Bu işlemler gün içerisinde yapılır. Bunlara ilaveten merkez bankalarının son borç verme mercii olması sebebiyle gün bitiminde likidite açığı olan bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılaması işlemine “Geç Likidite Penceresi” denilmektedir. Geç likiditede oluşan faizler merkez bankasının gün içinde oluşan faizlerinden daha yüksek olmaktadır. Ülkemizde depolar doğrudan doğruya likiditenin kontrolü amacıyla kullanılmaktadır(Parasız, 2009:80).

Repo: FED 1918’de açık piyasa işlemlerinin yapılabilmesi amacıyla ilk gelişmiş repo piyasasını faaliyete geçirmiştir. Daha sonra 1960’larda menkul kıymet ödünç işlemleri de repo işlemleri temel alınarak geliştirilmiştir. Repo işlemleri 1980’li yıllarda Avrupa’ya da yayılmış ve kullanım sıklığı artmıştır(Çoşkun,2012:62).

Repo işlemleri, çoğunlukla piyasalarda geçici likidite sıkışıklığı yaşandığında, bankacılık sisteminin likiditesinin belirli bir süreliğine arttırılması için yapılır. TCMB, APİ yapma yetkisi olan kuruluşlarla, ileri tarihli geri satmak taahhüdüyle menkul kıymet satın alma antlaşması yapar. Bu alış işleminde alış ve satış fiyatları başlangıçta belirlenir.

Ters repo İşlemleri; çoğunlukla piyasada geçici likidite fazlası yaşandığında, likidite fazlasının piyasadan çekilmesi maksadıyla yapılır. TCMB, elinde bulunan kıymetleri APİ yapma yetkisi olan kuruluşlarla, ileri tarihli geri almak taahhüdüyle

kıymet satma anlaşması yapar. Tıpkı repoda olduğu gibi bu işlemde alış ve satış fiyatları başlangıçta belirlenir. (TCMB,2012:44).

Merkez Bankası ters repo işlemlerini genellikle, zorunlu döviz devirlerinin yoğunlaştığı günler, bankalararası para piyasası dönüşlerinin yüksek olduğu günler, DİBS itfa günleri ve TCMB'nin döviz alım müdahaleleri gibi durumlarda yapar ve TCMB'nin portföyündeki likidite düzeyi normal düzeyine geldiğinde tekrar belirlenen bir fiyattan geriye alır (Parasız. 2009:80).

**Kesin (Doğrudan) Alım:** Bu işlemde, tedavüldeki kıymetler, işlem günü belirlenen fiyattan işlem valöründe TCMB tarafından Açık Piyasa İşlemleri yapma yetkisi olan kuruluşlardan satın alınması işlemidir. Çoğunlukla doğrudan alım işlemi piyasadaki sıkışıklığın kalıcı olduğu durumlarda kullanılan bir işlem türüdür. Merkez Bankasının satın aldığı kıymetlerin değeri işlem valöründe, kıymet ilgili Merkez Bankası hesaplarına aktarıldığında, ilgili kuruluşların Elektronik Fon Transferi (EFT) hesaplarına ya da Merkez Bankası nezdindeki mevduat hesaplarına alacak kaydedilmek suretiyle, ihtiyacı olan kuruluşların likidite ihtiyacı karşılanır. Bu işlemin yapılmasıyla bankaların likidite ihtiyacı kalıcı olarak karşılanırken aynı zamanda faizlerinde istenilen düzeyde kalması sağlanmış olur. Doğrudan alım işleminin ekonomiye diğer bir etkisi de toplam rezervlere yaptığı katkıdır. (TCMB,2012:43).

**Doğrudan Satım;** Bu işlemler çoğunlukla piyasadaki likidite fazlasının kalıcı olduğu durumlarda API yapma yetkisi olan kuruluşlar ile yapılır. Bu işlem sırasında TCMB cüzdanında bulunan kıymetlerin işlem günü belirlenen fiyatla işlem valöründe yetkili kuruluşlara satışını yapar.

**Likidite Senedi İhracı:** İhraç işlemi, para politikasını daha etkin hale getirmek için piyasadaki bulunan likidite fazlasını çekmek için kullanılan bir merkez bankası enstrümanıdır. İhraç işlemleri Merkez Bankası Kanunu md. 552 kapsamında yapılır. Kanuna göre banka, vadesi 91 günden az olmak kaydıyla kendi nam ve hesabına ihraç işlemi yapabilir.

İkincil piyasası da bulunan likidite senetlerinin itfası Banka ihtiyaç duyduğu durumlarda erkene alabilir. Likidite senetlerinin en önemli fonksiyonu yapılan açık

piyasa işlemlerinin etkinliğini arttırmaktır. Likidite senetleri alternatif bir yatırım aracı olarak kabul edilmemektedir. TCMB,2012:44).

Türk Lirası Depo Alım İşlemleri: Merkez Bankasının yaptığı depo alım işlemlerinin, amacı piyasada bulunan likidite fazlasını gidermekteki etkinliğini arttırmaktır. Bu işlem sırasında yapılan ihale ile Türk Lirası alımı yapılır. Banka tarafından ilan edilen belirli vadelerde ve belirli faiz oranlarında borç vermek ve borç almak isteyen bankalarla mevduat işlemleri gerçekleştirilir. Depo imkânı, Merkez Bankası bünyesinde faaliyet gösteren BSS'de sağlanır.

#### **4.4.2. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Faiz Koridoru Uygulaması**

Faiz koridoru, küresel piyasalardaki oynaklığın yarattığı finansal istikrar ile fiyat istikrarı arasındaki dengeyi kolaylaştırmak için Merkez Bankası tarafından geliştirilen bir araçtır. Gelişmekte olan piyasalar, küresel krizden bu yana para politikasının gelişmelerine karşı aşırı halde duyarlı olmuştur. Sermaye akımlarındaki ani hareketler ve küresel risk iştahı, kendi başına makroekonomik istikrarsızlığın kaynağı olabilecek gelişmekte olan ekonomilerde öngörülebilirliği azaltabilecektir. Bu ortam, küresel likidite ve risk algılamalarındaki değişimlere zamanında tepki vermeyi sağlayacak yeni araçları geliştirme ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Tüm bu sebeplerden kaynaklı olarak TCMB, 2010 yılı sonuna kadar geniş bir faiz koridorunun yanı sıra aktif bir likidite yönetimi stratejisinin kullanıldığı bir strateji geliştirmiş ve benimsemiştir(Kara, 2015:2).

Banka faiz oranları ile kısa vadeli faiz oranları ilişkisi, merkez bankasının belirlediği para politikasının ekonomiyi etkileme kanalları arasında önemli bir yer tutmaktadır. Bu kavrama literatürde “geleneksel faiz kanalı” denilmektedir. Bankaların merkez bankasının belirleyebileceği kısa vadeli faizlerdeki değişimin ne ölçüde kredi ve mevduata yansıtacağı konusu para politikasının toplam talebi ne kadar etkileyeceğini belirleyebilmektedir.

Geleneksel uygulamada, faiz koridoru pasif bir rol üstlendiği için genellikle değişmeyen bir bant olarak uygulanır. Yalnız günümüzde merkez bankaları tarafından yapılan uygulamalarda, gerekli olduğunda da ayarlanabildiği için faiz koridoru aktif bir araç haline dönüşmüştür(Yücememiş,2015:450 ).



Türkiye’de 2010 sonrasında geniş faiz koridoru çerçevesinde uygulanan sıra dışı (konvansiyonel olmayan) faiz politikaları para politikası aktarım mekanizmasının faiz kanalını daha da ilginçleştirmektedir. Merkez Bankası, 2010 yılının sonlarından buyana uyguladığı para politikası stratejisinde birden fazla aracı birlikte kullanılmaktadır. Bu sistemin, konvansiyonel koridor uygulamalarından farkı, ilan edilen resmi politika faizleri ile bankaların fiili olarak maruz kaldıkları kısa vadeli faizler bir politika tercihi olarak birbirinden farklı olabilmektedir(Binici, vd., 2016:2).

Temel para politikası araçları kısa vadeli faiz oranları olan merkez bankaları, duruşlarını değiştirmek istedikleri zaman, genellikle borç verme ve borç alma faizlerini birlikte ve aynı yönde hareket ettiriyordu. Farklı bir ifadeyle, zamanla faiz koridoru yukarıya ya da aşağıya doğru çeşitli hareketler gösteriyordu(Özatay,2013:443).

Koridor sistemi piyasanın açık olduğu saatler için geçerli olmaktadır. Bu saatler dışında fon açığı veya fazlası olduğunu tespit eden bir bankanın ne yapacağı ülkeden ülkeye göre değişmektedir. Türkiye’deki uygulamada fon fazlası olan bankalar cezai faiz ile TCMB’ye borç verebilirler. Bu faiz borç alma faiz oranından daha düşük bir faiz olarak gerçekleşir. Fon açığı olanlar ise yine cezai bir faizle TCMB’den borç verme faiz oranından daha yüksek bir faiz oranı ile borç alabilirler.(Özatay, 2013:443).

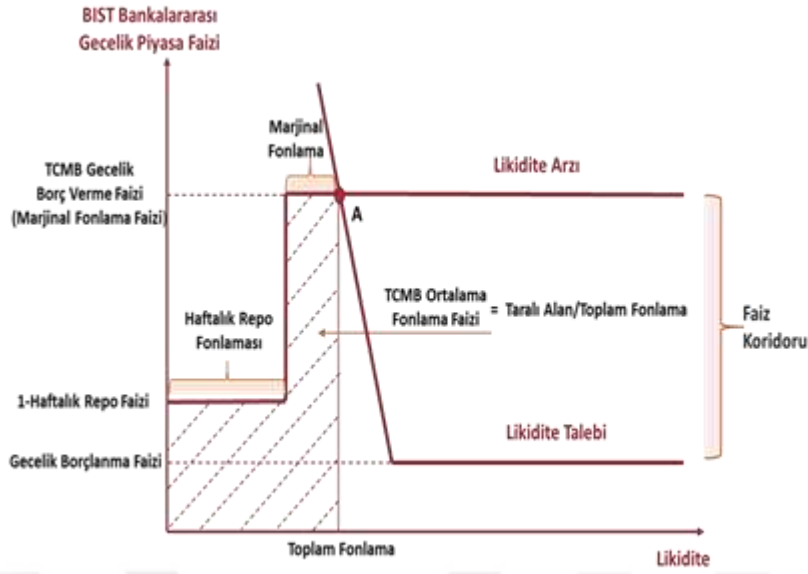
Koridor sisteminde denge faiz haddinin nerede gerçekleşeceği de önemlidir. Finansal sistemde önemli bir likidite fazlası varsa denge faiz haddi merkez bankasının borç alma faizine yakın bir yerde gerçekleşecektir. Tersine, finansal sistemde likidite açığı varsa, denge faiz haddi merkez bankasının borç verme faizine yakın olacaktır. Likidite fazlası veya açığı kalıcılık gösteriyorsa, denge faiz haddi koridor içerisinde fazla oynamayacaktır.

Bu durum 2001 krizinde ülkemizde de görülmüştü. Kriz sonrasında bankaları kurtarma operasyonu Türkiye’de yıllar süren bir likidite fazlası yarattı. Hazine geçmiş borçlarını kapatmak için kamu bankalarına yüklü miktarda tahvil verdi. Ayrıca sermaye yetersizliğine düştükleri için TMSF kapsamına alınan bankaların bir kısmına da sermaye yapılarını güçlendirmek için tahvil verildi. Bu bankalar hazineden aldıkları tahvilleri TCMB’de paraya çevirdiler. Sisteme önemli bir likidite fazlası ortaya çıktı. Bu durum 2008 yılının ortalarına kadar sürdü. Uzun bir süre likidite fazlası olunca da Türkiye’de

bankalararası para piyasasındaki denge faizi koridorun alt sınırına çok yakın bir yerde gerçekleşti.

Normal bir ekonomide bankacılık sisteminde likidite fazlasının kalıcı olmasından bir söz etmek mümkün değildir. Bankaların likidite talepleri az ya da çok olabilir. Ayrıca merkez bankalarının likidite arzları kendi kontrollerinin dışındaki nedenlerle de oynayabilir. Bu durumda denge faizi koridor içinde dalgalanabilir. Bu dalgalanmayı azaltmak için koridor sisteminde hedef faiz olarak bir faiz belirlenir. Buna, politika faizi denilir. Piyasada oluşan denge faiz haddini politika faizine yakın tutmak için repo ihaleleri düzenlenir. Böylece piyasada faiz haddi belli bir seviyede tutulmaya çalışılır(Özatay, 2013:444).

2010 yılı sonrasında uygulanan geniş bantlı koridor sisteminin esnek fonlama stratejisi ile birlikte kullanıldığı görülmüştür. Koridor sistemindeki resmi faizler ile fiili faizlerin farklılaşması küresel kriz döneminde ve sonrasında hem gelişmiş ülkelerde hem de Türkiye’de karşılaşılan bir durumdur. Küresel kriz sonrasında uygulanan nicel genişleme politikaları nedeniyle ortaya çıkan likidite bolluğuyla kısa vadeli piyasa faizleri merkez bankasının politika faizinin altına düşmüştür. Öte yandan faiz koridoru sisteminde koridorun alt ve üst sınırları Merkez Bankasının gecelik olarak borç alma ve borç verme faiz oranlarından oluşmaktadır. Gecelik borçlanma faizi, bankaların TCMB’de günlük olarak tuttuğu fonlara ödediği faizi göstermektedir. Borç verme faizi ise Merkez Bankasının iki ayrı kanaldan piyasaya verdiği haftalık repo ve gecelik borç verme (marjinal fonlama) faizinde oluşmaktadır. Bu üç faiz oranı faiz koridorunun resmi faiz oranı olarak tanımlanabilir(Binici,2016:5).



Şekil 2:TCMB Tarafından Kısa Vadeli Faizlerin Belirlenmesi

Kaynak: Binici, 2016:8

Uygulamada Merkez Bankası haftalık repo yoluyla ne kadar fonlama sağlayacağını her günün başlangıcında ilan etmektedir. Daha sonra ilan edilen bu fonlar bankalar arasında bilanço büyüklüklerine göre paylaşılır. Burada fonlama ihtiyacının ne kadarının haftalık repo yoluyla karşılanacağı önemlidir. Çünkü ihtiyacın tamamının karşılanmaması durumunda bankalar daha maliyetli olan marjinal fonlamayı kullanmak zorunda kalmaktadır. Bu durum fon arzını etkilediği için piyasa faizlerinin belirlenmesinde etkili olabilmektedir. Piyasada bulunan likidite açığının bir kısmı marjinal fonlama ile karşılandığında piyasa faizi koridorun üst sınırında olabilmektedir(Binici,2016:9)

TCMB küresel krizin başlangıcından itibaren ortaya çıkan etkileri azaltmaya yönelik politikaların uygulanması amacıyla para politikasında düzenlemeler yapmıştı. Bu düzenlemeler düşük politika faizi, yüksek zorunlu karşılık oranları ve geniş bir faiz koridorundan oluşmaktaydı. Temel amaç ise kredi riskini ve ekonomik dalgalanmayı azaltmak, kısa vadeli sermaye hareketlerinin ekonomide meydana getireceği olumsuzlukları hafifletmekti(Gedikli,2017:34). Düzenlemeler sonrasında gecelik piyasada borçlanma faiz oranı %5,75'den %1,60'a indirilirken, borç verme faiz oranı %8,75'den %9'a çıkartılmıştır. 2010 yılının son aylarında ülkeye giren yüksek düzeydeki kısa vadeli sermaye akımlarının doğuracağı olumsuzlukları azaltmak için faiz koridorunu

aşağı doğru genişleterek TL'nin aşırı değerlenmesinin önlemeye çalışılmıştı. 2012 yılında ise likiditeyi sıkılaştırmak amacıyla faiz koridorunun üst sınırı olan gecelik borç verme faizi yükseltilmiş ve koridor sistemi aktif olarak kullanılmıştır. Koridor sistemi 2013 yılında enflasyon hedefini desteklemek için kullanılmış ve parasal sıkılaşmaya yardımcı olmak amacıyla gecelik borç verme faizi arttırılarak koridor yukarı doğru çekilmiştir.

İçinde bulunduğumuz olağanüstü küresel konjonktür merkez bankalarını, geleneksel politikalardan farklı alternatif politikalar tasarlamaya yönlendirmektedir. Küresel krizden sonra ülke ekonomisi iç ve dış talepte hızlı bir ayrışmaya maruz kalmış; kısa vadeli sermaye girişlerinin artması, cari dengenin bozulması ve kredi genişlemesinin sebep olduğu riskler karşısında yeni politika arayışlarına başlanmıştır. Bu çerçevede, birden fazla araç aynı anda ve birbirini tamamlar nitelikte kullanılmaya başlanmıştır. Yeni uygulamaların sonuçları tartışılmaya devam edilse de yüksek zorunlu karşılıklar ve geniş bir faiz koridoru düşük politika faiz oranından oluşan politika bileşimi tercih edilmiştir. TCMB politika faizi ve faiz koridoru uygulamalarıyla faiz oranlarını etkilemekte ve bu sayede kısa vadeli sermaye hareketlerinde görülen değişkenliklerin kontrol altına alınmasına, kredilerde ve döviz kurunda ortaya çıkabilecek oynaklığın azaltılmasına ve finansal risklerin sınırlandırılmasına çalışmaktadır.

#### **4.4.3. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Zorunlu Karşılık Uygulaması**

Türkiye'de zorunlu karşılıklara ilişkin esaslar 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nun 40'inci maddesinin II numaralı fırcasına dayanılarak çıkartılan 2005/1 sayılı tebliğ ile belirtilmiştir. Buna göre serbest bölgelerde faaliyette bulunanlar dâhil olmak üzere Türkiye'de kurulmuş veya şube açmak suretiyle faaliyet gösteren bankalar zorunlu karşılık sistemine tabidir. Tebliğe göre, vadesiz, ihbarlı mevduatlar, özel cari hesaplar, vadeli mevduatlar/katılım hesapları ve mevduat/katılım fonu dışındaki diğer yükümlülükler zorunlu karşılık kapsamında yer almaktadır. 17 Aralık 2010 tarihinde yapılan değişiklikle, bankaların birbirleriyle ve TCMB ile gerçekleştirdikleri repo işlemlerinden sağladıkları fonlar dışında kalan yurt içi ve yurt dışı tüm repo işlemlerinden sağladıkları fonlar zorunlu karşılığa tabi olmuştur(Talası,2012:21).

İnceleme dönemimiz olan 2008-2020 yılları arasında Merkez Bankası tarafından zorunlu karşılık politikası birden farklı amaç için kullanılmış ve yapılan değişiklikler yayınlanan basın bültenleri ile kamuoyu ile paylaşılmıştır.

Örneğin, Merkez Bankası 17 Aralık 2010 tarihli duyurusuyla uygulanan zorunlu karşılık oranlarını mevduatların vadesine göre değiştirmiştir. Bunu yaparken finansal sistemde kaynakların vadesinin uzatılması vasıtasıyla vade uyumsuzluğunun azaltılması ve dolayısıyla finansal istikrara katkı sağlaması amaçlanmıştır. Ayrıca bankaların yurt dışı ve yurt içi tüm repo işlemlerinden elde ettikleri fonlar da zorunlu karşılıklar kapsamına alınarak zorunlu karşılık tabanı genişletilmiştir. Böylece piyasadan yaklaşık 7,6 milyar Türk Lirası ve 200 Milyon ABD doları çekilerek parasal koşullarda sıkılaştırma sağlanmıştır(TCMB,2010:1).

Merkez Bankası, 27 Ekim 2011’de yayınladığı duyuru ile zorunlu karşılık oranlarını azaltmış ve piyasalara yaklaşık olarak 11 milyar Türk Lirası likidite kalıcı olarak sağlanmıştır. Diğer taraftan Merkez Bankası bankanın döviz rezervlerinin desteklenmesi için Türk Lirası yükümlülükler için ayrılması gereken zorunlu karşılıkların döviz olarak tutulabileceğini açıklamıştır. Buna ilişkin üst sınırı % 20’den % 40’a yükseltilmiştir. İşlem amacı bankanın döviz rezervlerini attırmaktır(TCMB,2011:1).

19 Şubat 2013 tarihinde yayınlanan basın duyurusuyla Türk Lirası ve döviz zorunlu karşılık oranları yükseltilmiştir. Amaç piyasadan belirli miktarda altın ve döviz çekmektir(TCMB,2013:2).

Merkez Bankası 24 Temmuz 2014 tarihinde yayınladığı basın duyurusunda, küresel piyasalardaki son gelişmeleri dikkate alarak 2013/15 sayılı tebliğ dikkate çerçevesinde Türk Lirası zorunlu karşılık yükümlülükleri için banka nezdinde tutulacak döviz cinsini ABD dolarıyla ile sınırlandırılmıştır(TCMB.2014:1).

Merkez Bankası 24 Kasım 2016’da tüm vade dilimlerine ait zorunlu karşılıklarda 50 baz puan indirime gitmiştir. Bankanın bu indirimde amacı finansal sisteme likidite sağlamaktır(TCMB,2016:1).

Merkez Bankası 13 Ağustos 2018 tarihindeki basın duyurusunda, bankalara likidite yönetiminde esneklik sağlanması ve finansal piyasaların etkin işleyişinin

desteklenmesi ve amacıyla; Türk Lirası zorunlu karşılıkları 250 baz puan, yabancı para yükümlülüklerin 3 yıla kadar olan vadeli için zorunlu karşılık oranlarını 400 baz puan indirmiştir. Aynı zamanda rezerv opsiyon mekanizmasında Türk Lirası yükümlülükler karşılığında ABD ve Euro cinsinde zorunlu karşılık ayrılacaktır. Bu değişikliğin yapılmasıyla finansal sisteme 10 milyar TL, 3 milyar ABD doları değerinde altın ile 6 milyar ve ABD doları cinsinden likidite sağlanacaktır(TCMB,2018:1).

Türkiye’de artan yabancı kaynaklar bankalar aracılığıyla Türk Lirası krediler olarak yurt içi yerleşiklere kullanılmıştır. Kredi miktarındaki artışlar banka bilançolarının aktiflerini ve banka bilançolarını büyümüşür. Bir ekonomideki kredi büyümesinin hızlı ve kontrolsüz olması uzun dönemde başka iktisadi problemler açabilmektedir. Örneğin hızlı kredi bir artışı finansal sistemdeki kuruluşların sermaye yapısını bozmakta ve ayrıca vade uyumsuzluğuna neden olduğundan sektörü faiz ve likidite riskiyle karşı karşıya bırakarak şoklara karşı daha hassas hale getirmektedir. Bu yüzden Merkez Bankası, bankaların kredi büyümesini özellikle tüketici kredi artışlarını sınırlayan bazı tedbirler almıştır.

Merkez Bankası bu dönemde piyasaları düzenlemek için zorunlu karşılık politikasını rezerv opsiyon mekanizması (ROM) ile birlikte aktif olarak kullanmıştır. Banka ekonominin genel durumuna göre bazen piyasaya likidite sürmek için bazen ise piyasadan likidite çekmek için, bazen de döviz stokuna destek olmak amacıyla piyasaya müdahale etmiştir.

Bir para politikası aracı olarak zorunlu karşılıkların politika faizini tamamlayıcı şekilde kullanılabilmesi, temelde, politika faizinin tüm faiz oranlarını aynı yönde değiştirirken, zorunlu karşılıkların yalnızca belirli faiz oranlarının etkileyecek şekilde kullanılabilmesi olmasından gelmektedir. Güçlü sermaye akımlarının cari işlemler açığını artırdığı ekonomik ortamda, merkez bankaları enflasyonist baskıları ve ekonomideki ısınmayı kontrol altına almalıdır. Fakat enflasyonu dizginlemek için yapılacak bir faiz indirimi enflasyonist baskıları ve ekonomideki ısınmayı artırıcı bir etki yaratabilecektir. Zorunlu karşılıkların kullanılması mevduat faiziyle kredi faizi arasındaki farkı açacak iç talebi kontrol altına alacaktır. Zorunlu karşılıklar sermaye akımlarını hızlandırmadan sıkı para politikası uygulamasına imkân tanımaktadır. Dolayısıyla mevcut konjunktürde

Merkez Bankası açısından kullanışlı bir araç özelliği taşımaktadır(Alper ve Tiryaki, 2011:7 ).

#### **4.4.4. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Rezerv Opsiyon Mekanizması Uygulaması**

Merkez bankası kısa vadeli sermaye hareketlerinin neden olacağı olumsuzlukları gidermek kullandığı diğer bir araç ROM'dur. Banka Eylül 2011 tarihinden sonra faiz koridoru uygulaması ile beraber ROM uygulamasına başlamıştır. ROM temel olarak bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir oranını döviz ve altın olarak tutmalarını sağlayan bir mekanizmadır(Alper vd.,2013:2).

Hızlı Sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde piyasadaki yabancı para miktarı artmaktadır. Bankaların bu dönemlerde zorunlu karşılıklarını yabancı para cinsinden tutmayı ve ROM'u kullanmayı tercih etmeleri beklenir. Ayrıca finansal piyasalardan daha fazla para çekmek isteyen Merkez Bankası rezerv opsiyon oranını artırabilmektedir. Böylece Merkez Bankasındaki yabancı para karşılıklar ve döviz rezervleri artmaktadır(Tuna vd, 2013:226).

Sermaye çıkışlarının hızlı olduğu dönemlerde yabancı para ihtiyacı artmaktadır. Bu dönemlerde bankaların zorunlu karşılıklarını TL olarak ve ROM'u kullanmamayı tercih etmeleri beklenir. Ayrıca, finansal piyasalardaki yabancı para ihtiyacının aşırı miktarlara çıkması durumunda, TCMB rezerv opsiyon oranını azaltabilmektedir. Böylece bankaların Merkez Bankasında tuttukları yabancı para cinsinde zorunlu karşılıklarda azalma imkanına kavuşmakta ve piyasanın ihtiyaç duyduğu yabancı para buradan karşılanabilmektedir. Bu ise Merkez Bankasının döviz satışı yapmadan piyasanın ihtiyaç duyduğu yabancı paranın karşılanmasını sağlamaktadır(Tuna vd, 2013:226).

ROM uygulamasında iki temel kavram vardır. Bunların birincisi, Rezerv Opsiyon Katsayısı (ROK) Türk Lirası zorunlu karşılıkların her bir birimi için tesis edilebilecek yabancı para veya altın karşılığını belirleyen katsayıdır. İkincisi ise Rezerv Opsiyon Oranı (ROO), zorunlu karşılıkların yabancı para ve altın olarak tutulması imkânının hangi ölçüde kullanılabileceğine dair üst limitlerin oranıdır. Bu doğrultuda, ROO ve buna ilişkin ROK'lar, uygulamada kolaylık sağlanması bakımından Merkez Bankası tarafından belli bir eşikten itibaren % 5'lik dilimler halinde tanımlanmaktadır. Rezervlerin yabancı

para ve standart altın cinsinden tutulabilecek üst sınırı (ROO) Merkez Bankası tarafından tespit edilmektedir. Ancak bankalar döviz ve Türk Lirası kaynakların maliyet durumuna göre imkânın tamamını veya bir kısmını kullanmayı tercih edebilmektedir. TCMB’de Türk Lirası zorunlu karşılık bulundurulması gereken bankalar, mevcut uygulama kapsamında karşılıkların en fazla % 60’ını yabancı para olarak tutabilmektedir. İmkânın tamamından yararlanmak isteyen bir banka, tutmak zorunda olduğu Türk Lirası zorunlu karşılıkların ilk % 40’lık dilimi karşılığında bu dilim için belirlenen 1,4 ROK ile hesaplanan Türk Lirası tutar karşılığı döviz merkez bankasına yatırmak mecburiyetindedir. Sonraki her % 5’lik dilim için sırayla 1,8 2,1 2,3 ve 2,4 katsayıları kullanılarak benzer yatırılacak döviz miktarı hesaplanır.

Örneğin TCMB’de 100 Türk Lirası zorunlu karşılık bulundurması gereken bir bankanın imkânın tamamını kullanması halinde döviz cinsinden tesis edilecek zorunlu karşılık tutarı

$$[100] \times [0,4 \times 1,4 + 0,05 \times 1,8 + 0,05 \times 2,1 + 0,05 \times 2,3 + 0,05 \times 2,4] = 99$$

formülü kullanılarak bulunmaktadır. Dolayısıyla 100 Türk Lirası zorunlu karşılığın 60 Türk Lirasını yabancı para cinsinden tutacak bir bankanın, 99 Türk Lirası değerinde yabancı parayı Merkez Bankası nezdinde bulunan hesaplara yatırması gerekmektedir. Üst dilimlerin kullanılması halinde, bu dilimlere karşılık gelen toplamlar sıfır olarak kabul edilmektedir(TCMB,2012:3).

Benzer şekilde Merkez Bankasında Türk Lirası zorunlu karşılık bulundurması gereken bir banka, bu tutarın maksimum % 30’unu altın olarak tutabilmektedir. İmkânın tamamını kullanacak olan bankalar, bu tutarın ilk % 20’lik dilimi dilimine karşılık 1,2 ROK ile hesaplanan Türk Lirası tutar karşılığında altını merkez bankasına yatırmakta sonraki her %5’lik dilim için ise sırasıyla 1,7 ve 2,2 ROK ile hesaplanan Türk Lirası karşılığında standart altın tesis edilmektedir(TCMB,2012:3).

#### **4.4.5. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının Swap Uygulamaları**

Merkez bankası, yurtiçi bankalar ile swap işlemi, diğer adıyla Türk Lirası depoları karşılığı döviz deposu işlemi yapmaktadır. Bu işlemlere Ocak 2017 tarihinde başlanmıştır. Döviz deposu uygulamasında döviz, altın veya Türk Lirası türündeki



finansal varlıklar belli bir süreliğine ödünç verilmektedir. Merkez Bankasının yaptığı bu işlemde aynı anda iki farklı finansal varlığın depo işlemi yapılmaktadır. Merkez Bankası bankalara döviz deposu vermekte, bankalar ise Merkez Bankasına Türk Lirası deposu vermektedir.

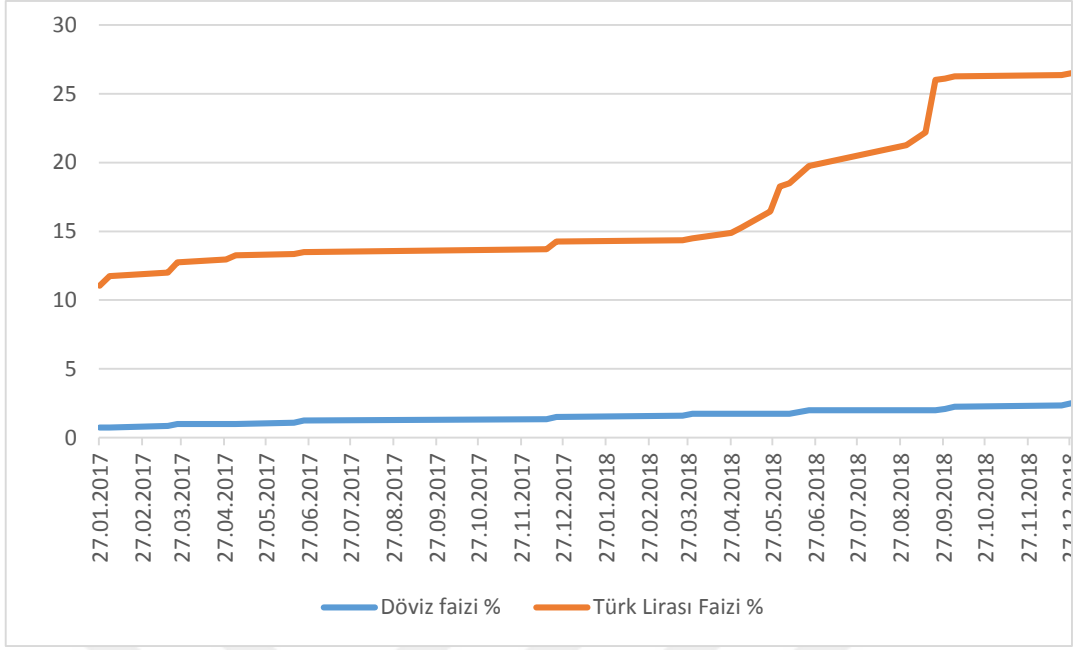
Merkez Bankasının bu işlemi yapmaktaki amacı, net döviz rezervlerinde eksilme olmadan piyasanın ihtiyacı olan döviz likiditesini sağlamak ve aynı anda piyasadan fazla olan TL'yi çekmektir. İşlemin diğer bir katkısı ise bankaların ellerinde bulunan TL fazlasını alarak döviz ihtiyaçlarını daha az bir maliyetle karşılamaktır.

Ayrıca Merkez Bankasının yaptığı bu işlemlere faiz uygulanmaktadır. Uygulamada Türk Lirası ve döviz için ayrı ayrı faiz oranları belirlenmektedir. 2017 yılının ocak ayında başlayan faiz uygulamasında başlangıç döviz için % 0,75 ve Türk Lirası için % 8,50 olarak uygulanan faiz oranları 2019 yılının Mart ayına gelindiğinde sırasıyla % 2,50 ve % 24'e kadar çıkmıştır.

**Tablo 1:Türk Lirası ve döviz için uygulanan faiz oranları**

<b>İşlem Tarihi</b>	<b>Döviz faizi %</b>	<b>Türk Lirası Faizi %</b>
<b>20-01-2017</b>	0,75	8,50
<b>27-01-2017</b>	0,75	10,30
<b>03-02-2017</b>	0,75	11,00
<b>17-03-2017</b>	0,85	11,15
<b>24-03-2017</b>	1,00	11,75
<b>28-04-2017</b>	1,00	11,95
<b>05-05-2017</b>	1,00	12,25
<b>16-06-2017</b>	1,10	12,25
<b>23-06-2017</b>	1,25	12,25
<b>15-12-2017</b>	1,35	12,35
<b>22-12-2017</b>	1,50	12,75
<b>23-03-2018</b>	1,60	12,75
<b>30-03-2018</b>	1,75	12,75
<b>27-04-2018</b>	1,75	13,13
<b>04-05-2018</b>	1,75	13,50
<b>25-05-2018</b>	1,75	14,70
<b>01-06-2018</b>	1,75	16,50
<b>08-06-2018</b>	1,75	16,75
<b>22-06-2018</b>	2,00	17,75
<b>17-08-2018</b>	2,00	18,95
<b>31-08-2018</b>	2,00	19,25
<b>14-09-2018</b>	2,00	20,20
<b>21-09-2018</b>	2,00	24,00
<b>28-09-2018</b>	2,10	24,00
<b>05-10-2018</b>	2,25	24,00
<b>21-12-2018</b>	2,35	24,00
<b>28-12-2018</b>	2,50	24,00

Kaynak: EVDS (30.08.2021)



Şekil 3:Merkez Bankasının Türk Lirası ve Döviz Uygulanan Faiz Oranları

Merkez Bankasının yaptığı swap işlemlerinin diğer bir şekli de yurt dışındaki diğer ülke merkez bankaları ile yapılan swap anlaşmalarıdır. Bu anlaşmaların kronolojik sıralaması yapılabilir.

TCMB'nin yaptığı ilk swap anlaşması 1 Kasım 2011 tarihinde Pakistan Merkez Bankası (SPM) ile yapılan anlaşmadır. Her iki ülke merkez bankaları için bir ilk olma özelliğini taşıyan bu anlaşmanın süresi 3 yıl olarak belirlenmiştir. Anlaşma 1 milyar \$'a karşılık gelen iki ülke parası değerindedir. Yapılan anlaşmanın iki ülke arasında yapılan ticaretin kolaylaştırmasına hizmet etmesi amaçlanmıştır(tcmb.com, 24.08.2021).

21 Şubat 2012'de Merkez Bankası ile Çin Merkez Bankası (PBC) arasında imzalanan swap anlaşmasının tutarı 3 milyar Türk Lirası ve 10 milyar Çin yuani olarak belirlenmiştir. Anlaşmanın özelliği Türk Lirası ve Çin yuani üzerinden yapılmış olmasıdır. Temel hedefi iki ülke arasındaki ticaretin yerel para birimleri ile kolaylıkla yapılması olan bu anlaşmanın süresi 3 yıl olarak belirlenmiştir. Fakat taraflar anlaşılırsa süreyi 3 yıl daha uzatılabilecektir(tcmb.com, 2021). Merkez Bankası 16 Kasım 2015 tarihinde yaptığı açıklama ile swap anlaşmasının 3 yıllık süre için yenilendiğini ilan etmiştir.

17 Ağustos 2018’de Merkez bankası ile Katar Merkez Bankası (QCB) arasında yeni bir swap anlaşması imzalanmıştır. 3 milyar ABD dolarına karşılık gelen anlaşma Türk Lirası ve Katar riyali olarak imzalanmıştır. Anlaşmanın temel amacı hem ülkeler arasındaki ticareti kolaylaştırmak hem de ülkelerin finansal istikrarını desteklemektir(tcmb.com, 24.08.2021).

31 Ağustos 2018 tarihinde merkez bankası kamuoyuna yaptığı açıklama ile Türk Lirası ve döviz likidite yönetiminin verimliliğini arttırmak için Türk Lirası döviz swap piyasası açıldığını bildirmiştir. Bu işlemler döviz ve efektif piyasalarda işlem yapma yetkisi olan bankalar tarafından kotasyon yöntemiyle bankaların limitleri ölçüsünde yapılabilecektir. Bankalar işlem limitlerinin % 10’u ile sınırlı kalmak şartıyla swap işlemi yapabileceklerdir.

5 Ağustos 2019’da merkez bankası kamuoyuna yaptığı açıklamada, daha önceden açılan Türk Lirası döviz piyasası işlemlerinde esnekliği arttırmak için vadesi 1 hafta olan Türk Lirası döviz swap işlemlerinin 1,3 ve 6 aylık vadeler ile gerçekleştirilebileceğini ve işlemlerin teklif ve ihale yöntemleri ile yapılabileceğini belirtmiştir(tcmb.com,24.08.2021).

1 Ekim 2019 tarihinde, Merkez Bankasından yapılan duyuruda döviz karşılığı altın swap piyasası açılmaya karar verildiği kamuoyuna ilan edilmiştir. Yapılan bu değişiklikle bankaların likidite yönetimine destek verilmesi amaçlanmıştır. İşlemler bundan önceki kararlarda olduğu gibi yine yetkili bankalar tarafından yapılabilecektir. İşlemlerin alım satım yönünde kotasyon yöntemiyle yapılacağı ilan edilmiştir(tcmb.com,25.08.2021).

25 Kasım 2019 tarihinde, Merkez Bankası ile Katar Merkez Bankası arasında daha önce 17 Ağustos 2018 tarihinde imzalanan anlaşma yeniden düzenlenmiştir. Anlaşma iki ülke para birimleri ile yapılmıştır. Bu anlaşmanın tutarı 3 milyar ABD doları karşılığında iki ülke paralarından, 5 milyar ABD doları karşılığı ülke paralarına çıkartılmıştır(tcmb.com, 2021). Yapılan bu anlaşma 20 Mayıs 2020’de tekrar düzenlenerek değeri 15 milyar ABD karşılığı ülke parasına çıkartılmıştır.

Son olarak 15 Haziran 2021’de Merkez Bankası ile Çin Merkez Bankası arasında swap anlaşması imzalandığı duyurusu yapılmıştır. Bu anlaşma ile 30 Mayıs 2019

tarihinde yapılan anlaşma yeniden düzenlenerek toplam 46 milyar TL ve 35 milyar Çin yuanı değerine çıkartılmıştır(tcmb.com, 25.08.2021).

Merkez Bankasının yaptığı swap işlemlerinin sonuçlarına bakıldığında yapılan çalışmalar şunları göstermektedir; Merkez Bankası rezervlerindeki ve piyasa riskindeki artışların döviz swapını attırdığı tespit edilmiştir. Bunun aksine bilanço dışı risklerin, enflasyonun ve bankalardaki Türk Lirası mevduatlardaki artışların döviz swapını azalttığı görülmüştür(Şimşek, 2015:96).

2014 yılında Merkez Bankası rezervlerinin 134 milyar dolara yükselmesinin piyasada bulunan bankaların faaliyetlerine devam etmelerinde olumlu katkısının olduğu ve bankaların devamında diğer türev ürünler yöneldiği görülmüştür.

#### **4.4.6. Geleneksel Olmayan Politikalara Yapılan Eleştiriler**

Küresel krizden önce çok fazla tercih edilmeyen geleneksel olmayan politikalar krizle birlikte daha fazla tercih edilmeye başlamıştır. Uygulanan politikaların ekonomiye olan etkilerinin genellikle olumlu olduğu düşünülse de eleştirilen tarafları da mevcuttur. Bu eleştirilerden bazıları şunlardır;

Merkez bankaları tarafından kullanılan politikaların başlıcaları, miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi politikalarıydı. Bu politikaların kullanımının ekonomiye olumlu etkilerinin yanında olumsuz etkileri de olabilmektedir. Şöyle ki, Merkez Bankası tarafından alınan varlıklar genellikle uzun vadeli olduğu için büyük fiyat dalgalanmalarına maruz kalmakta ve Merkez Bankasını faiz riskiyle karşı karşıya bırakmaktadır. Varlık alımları kaynaklı zarar oluşması halinde Merkez Bankası bilançosunda sermaye erozyonu olmakta ve senyoraaj geliri düşmektedir. Devlet tahvili ya da özel sektör tahvili şeklindeki büyük varlık alımları kamu borç finansmanının Merkez Bankası kaynaklarından yapıldığı izlenimini uyandırmakta ve Merkez Bankası bağımsızlığını etkilemektedir. Varlık alımları ayrıca, enflasyon beklentilerini bozarak enflasyonun kontrol altına alınmasını zorlaştırmaktadır. Kriz ortamında ekonomik aktivitede canlanma sağladığı için merkez bankası araç setinde yer verilmesi gereken miktarsal genişleme politikasının ölçülü olarak kullanılması daha doğru olur.

Gelişmiş ülke ekonomilerinde başarılı sonuçlar veren miktarsal genişleme ve kredi genişlemesi gibi geleneksel olmayan politikaların gelişmekte olan merkez bankaları tarafından uygulanmasında bazı zorluklar bulunmaktadır. Geleneksel olmayan para politikalarının uygulama alanını kısıtlayan bu zorlukları şu şekilde sıralayabiliriz(Yurdabak, Marmara Üniversitesi, 2015:92).

- Gelişmekte olan ülkelerde devlet tahvili piyasasındaki yetersizlikler, merkez bankalarının devlet tahvili alımı ile uyguladığı politikaları zorlaştırmaktadır.

- Özel sektör tahvil piyasalarının gelişmemiş olması, merkez bankalarının hareket alanlarını sınırlamaktadır.

- Merkez bankalarının devlet tahvili ve özel sektör tahvilleri satın alması konusunda yasal engellerin bulunması

- Gelişmekte olan ülkelerdeki yüksek dolarizasyon, merkez bankalarının son kredi mercii fonksiyonunu sınırlamaktadır.

- Para politikası esnekliğini sınırlayan sabit döviz kuru politikası

Yüksek enflasyonla mücadele konusundaki kredibilite eksikliği nedeniyle geleneksel olmayan para politikaları piyasalar tarafından enflasyon disiplininin sapma olarak değerlendirilmektedir.

- Yerel para biriminin sıcak para çıkışlarına aşırı duyarlı olması

#### **4.5. Parasal Aktarım Mekanizması**

Merkez bankalarının hedeflerine ulaşabilmeleri, etkin para politikası araçlarını seçebilmeleri ve uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etkileri konusunu doğru tahlil edebilmeleriyle mümkündür. Bu nedenle uygulanan para politikalarının talep ve fiyatlar gibi makro değişkenleri üzerindeki yansımalarının hangi kanallarla ve ne kadar gecikmeyle ortaya çıktıklarının bulunması hayati derecede önemlidir.

İktisat politikalarının vazgeçilmez hedefi olarak kabul edilen büyüme ve fiyat istikrarına ulaşma yolunda para politikası uygulamalarının oynadığı rol çok önemlidir. Çünkü para arzının genişlemesi ya da daralması, ekonomik faaliyetleri birçok açıdan

etkileyebilmektedir. Parasal aktarım mekanizması olarak adlandırılan bu durum, etkin bir şekilde işlediğinde, ülkelerin iktisadi hedeflerine ulaşması hem kısa zamanda gerçekleşmekte ve hem de düşük maliyetli olmaktadır (Oktar vd.,2013:2).

1980'li yıllardan itibaren merkez bankaları, para politikalarının ekonomiyi nasıl bir süreç ve yoğunlukla etkilediklerini anlamak ve bunu piyasayla paylaşmak için parasal değişkenlerin enflasyonu, çıktı açığını ve toplam talebi, hangi kanallarla ve ne miktarda etkilediğini açıklayan “parasal aktarım mekanizmasını” analizlerine katmışlardır (TCMB,2013:2). Parasal aktarım mekanizması, para politikası uygulamalarının, istihdam, üretim ve fiyatların genel seviyesini gibi, ülke ekonomisinin bütününe etkileyen göstergeler üzerindeki etkilerini izah eden mekanizma olarak adlandırılmaktadır. Parasal aktarım mekanizması kavramı, önceleri para politikasının yalnızca toplam üretim ve toplam talep üzerindeki etkileriyle ilgilenmekteyken, günümüz ekonomilerinde, toplam üretim üzerindeki etkilerinin yanı sıra fiyatları genel düzeyi üzerindeki etkilerini de kapsamına almaktadır(Altay ve Atgür, 2018:601). Para politikasının başarısı, uygulanan politikaların ekonomi üzerindeki etkisinin doğru bir şekilde anlaşılmasına bağlıdır.

Parasal aktarım mekanizması ile ilgili görüşleri ikiye ayırabiliriz. Bunlar Keynesyen görüş ve Parasalcı görüştür. Keynesyen görüş; işsizlik ve enflasyonla ilgili sorunların engellenmesinde 1970'li yıllara kadar oldukça etkilidir. Keynes'e göre faiz oranları para politikasının en önemli aracıdır. Para arzının değişmesi önce para piyasasında etkisini göstermekte ve faiz oranlarının değişmesini sağlamakta ve faizlerdeki değişim yatırımları etkileyerek aktarım mekanizmasını başlatmaktadır(Cengiz,2009:118). Keynes'e göre para arzı parasal otorite tarafından belirlenmekte ve paradan fiyatlara karşı bir nedensellik ilişkisi bulunmaktadır. Keynes para talebini ise Likidite Tercihi Teorisi ile açıklamıştır. Teoriye göre para işlem, ihtiyat ve spekülasyon amacıyla talep edilir. İlk ikisi gelirin üçüncüsü ise faiz oranının fonksiyonudur.

Para politikasının ekonomi üzerindeki sonuçları iki unsura bağlıdır. Bunlar para talebinin faiz elastikiyeti (h) ve yatırımların faiz elastikiyeti (b) katsayılarıdır. (h) katsayısı ne kadar yüksek ve (b) katsayısı ne kadar düşük olursa ortaya çıkan etkiler o derece az olacaktır. Para talebinin faiz elastikiyetinin sonsuz olması durumunda yani ekonomi likidite tuzağı durumunda arz edilen para tamamen elde bekleyeceğinden tahvil

talebinde artış ve devamında faiz oranlarındaki azalma gerçekleşmemektedir. Yani para politikası etkin olmamakta, para reel ekonomiye etki etmemektedir. (b) katsayının sıfır olduğu durumda para politikası sadece para piyasasında etkili olmaktadır. Mal piyasası ile para piyasası arasındaki aktarım mekanizması gerçekleşmemektedir. Başka bir ifade ile para politikası faizi etkilemekte, fakat yatırımlar faize duyarlı olmadığı için üretim ve gelire yansımamaktadır(Cengiz,2009:118).

Keynesyen teoride, para ile tahvilin birbirlerine tam ikamesinin kabulü para tutmanın tek alternatifinin tahvil getirisi olmasını sağlar. Buna karşın yatırımcının varlıklarını getirileri farklı alternatifler arasında nasıl dağıttığını inceleyen portföy teorisine göre reel varlıklar arasında sınırlı ikame söz konusudur. Keynesyen iktisada bu konuda katkı yapan ilk iktisatçı J.Tobin'dir. Aynı zamanda makroekonomik portföy teorisinin temellerini oluşturan Tobin'in görüşüne göre portföyler, farklı risklere sahip olan ve aralarındaki ikame ilişkilerinin sınırlı olduğu finansal ve reel varlıklardan meydana gelir(Paya,1998:83). Bu yaklaşım günümüzde para miktarındaki değişikliklerin reel sektöre aktarılmasında kullanılan bir mekanizma olarak kabul edilmektedir. Aktarım mekanizmasının işleyişi uygulanan genişlemeci para politikaları, paranın dengeli bir portföyde daha fazla yer almasına ve getirisinin azalmasına neden olmaktadır. Bu durumda yatırımcılar portföy içindeki payını azaltmakta ve finansal varlıkların payını arttırmaktadır. Tüm bireylerin finansal varlığa yönelmesi neticesinde finansal varlıkların değeri yükselirken faiz oranı düşmektedir. Bu durum firmaların daha fazla tahvil ihraç etmek istemelerine neden olur. Elde edilen fonların yatırımlara aktarılması halinde para politikasındaki değişimler reel ekonomiye aktarılmış olacaktır(Yalçın,2009:118).

1960'lı yıllarda "monetaristler" olarak anılan başta Milton Friedman olmak üzere bir grup iktisatçı, para politikasının toplam talep üzerindeki etkilerini yalnız yatırım harcamaları ve faiz oranları arasındaki ilişkiyle açıklamanın yeterli olmadığını ve para politikasının faiz oranları dışında başka kanallarla da toplam talebi etkileyebildiğini ileri sürmüştür. Bununla beraber, Keynesyen görüşün tersine yatırım harcamaları ile nominal faiz oranları arasındaki ilişkinin zayıf olduğunu, yatırım ve borçlanma kararlarının nominal değil reel faiz oranları göz önüne alınarak verildiğini iddia etmişlerdir(TCMB,2013;2).



Parasal aktarım mekanizması, belirli kanallar üzerinde çalışmaktadır. İktisat yazınında parasal aktarım mekanizması farklı sınıflandırmalar olmakla birlikte çoğunlukla; faiz kanalı, döviz kuru kanalı, diğer varlık fiyatı kanalı ve kredi kanalı olmak üzere dört başlıkta sınıflandırılmıştır. Bu çerçevede Mishkin (1995) çalışmasında parasal aktarım kanallarını, bu dört başlıkta incelemiştir. Parasal aktarım kanalları ile ilgili literatürde genel olarak böyle bir sınıflandırma kabul edilmiştir. Son dönemlerde yapılan çalışmalarda Mishkin'in saydığı kanallara ilaveten Sznajderska (2011), beklentiler kanalı, bilanço ve risk alma kanalı, banka kredi (dar kredi kanalı), kanallarını da parasal aktarım kanalları sınıflandırmasına katılmıştır. Bofinger (2001) parasal aktarım kanallarını beklentiler kanalı, faiz kanalı ve miktar teorisi kanalı, olmak üzere üç başlıkta incelemiştir(Altay ve Atgür, 2018:602).

#### **4.5.1. Döviz Kuru Kanalı**

Döviz kuru kanalı özellikle ABD ekonomisinin dünyaya açılması ve esnek döviz kuru politikalarının ortaya çıkmasıyla birlikte, net ihracat üzerindeki döviz kuru etkileriyle faaliyet gösteren para politikası aktarımına daha fazla önem verilmiştir. Gerçekten de, bu aktarım mekanizması artık makroekonomi, para ve bankacılık alanlarında önemli yer tutar. Döviz kuru kanalı aynı zamanda faiz oranının etkilerini de içermektedir, çünkü yurt içi reel faiz oranları yükseldiğinde, yurt içi dolar mevduatları, yabancı para cinsinden mevduatlara kıyasla daha cazip hale gelir ve diğer para mevduatlarına göre dolar mevduatının değerinde bir artışa yol açar. Doların değer kazanması yerli para biriminin değerlendirilmesine ve devamında yerli malların yabancı mallara göre daha değerli olmasına yol açar. Bu durum ise net ihracatın ve toplam çıktının düşmesine neden olur(Mishkin, 1995:5).

Döviz kuru kanalının ekonomi üzerindeki bir başka etkisi çıktı açığı seviyesini, dış ticareti ve enflasyonu etkilemesidir. Literatürde Mundell-Fleming olarak bilinen bu modele göre; sermaye hareketliliğinin sınırsız olduğu varsayımı altında, parasal genişlemenin faiz oranlarını düşürmesi sonucunda ülke dışına sermaye çıkışı sebebiyle yerli paranın değer kaybı söz konusudur. Uygulanan kur sisteminin esnek olduğu varsayımıyla, döviz kuruna müdahale edilmediği için, yerli paranın değer kaybetmesi ile ihracat mallarının dış pazardaki fiyatları düşer ve dış talebin artışıyla birlikte üretim artar.

Döviz kuru kanalının diğer bir etkisi, nominal kur artışının ithal mallarının fiyatlarını da yukarı yönde etkilemesidir. Buna göre, üretim amacıyla ithal edilen malların fiyatlarındaki artış, maliyeti arttıracak ve toplam arzda bir daralmayı beraberinde getirecektir. Bu aynı zamanda enflasyonun yükselmesine de sebep olacaktır. Bütün bunların olması, nominal kur artışının reel kura yansımaları ile yakından ilişkilidir. Ayrıca, firmaların ve hanehalklarının bilançoları kurlardaki değişikliklerden etkilenecektir(Oktar vd.,2013:8 ).

Genellikle, döviz kuru kanalının aktarım mekanizmasındaki etkisi, ülkelerin dışa açıklık dereceleriyle bağlantılıdır. Bir ülkenin dışa açıklık derecesi arttıkça, döviz kuru kanalının etkisi de artar. Ayrıca parasal aktarımda döviz kuru kanalının çalışabilmesi için uygulanan kur rejiminin de esnek kur rejimi olması gerekir.

Bu geleneksel yapıya ek olarak değişen para politikası uygulamaları döviz kuru kanalının ekonominin diğer amaçları doğrultusunda kullanılmasını da sağlamıştır. TCMB kısa vadeli faiz oranını günlük olarak değiştirerek döviz kurundaki hareketliliği azaltabilmektedir. Ülkeden sermaye çıkışı olduğunda piyasayı daha az fonlayarak finansal kurumların buldukları dövizleri satarak ihtiyaçlarını karşılamalarını teşvik etmekte ve bu sayede sermaye çıkışının döviz kuru üzerindeki hareketini azaltmaktadır. Ayrıca bu durumda kısa vadeli faizler de yükseldiği için sermaye çıkışı azalabilmektedir(TCMB,2013:15).

Öte yandan döviz kuru üzerinde etkili olan bir diğer enstrüman ise faiz koridorudur. Özellikle sermaye hareketlerinin zayıf olduğu dönemlerde koridor yukarı yönlü genişletilerek döviz kurundaki oynaklık azaltılabilmektedir. Döviz kurunda meydana gelen beklenmeyen değişimler makro finansal risklerle bağlantılıdır. Kurun aşırı değerlendirilmesinin ithal mallara olan talebi arttırması cari dengede bozulmalara neden olur. Bunun yanında aşırı değerli kur olması durumunda beklenmeyen sermaye hareketleri ekonomiyi daha kırılgan hale getirir. Bu sebeple döviz kurunun değişmesi makro finansal risklerle ilgili önemli bir sinyal olarak da kabul edilir(TCMB.2013:17).

#### 4.5.2. Faiz Kanalı

Parasal aktarım mekanizmaları içinde en geleneksel olanı faiz kanalıdır. Keynes'in standart parasal aktarım kanalı olarak da bilinmektedir. Faiz kanalında, merkez bankası borçlanmanın marjinal maliyetini değiştirerek; tüketicinin tüketim kararlarını, nakit akımlarını, üreticinin harcama ve yatırım kararlarına etki etmekte ve ekonominin toplam talebini değiştirmektedir

Reel faiz oranının azalması, sermayenin maliyetini düşürerek yatırımları arttırmakta, bu da toplam talebi canlandırarak üretimin artmasına neden olmaktadır. Bu hususta toplam talebi artıran diğer bir faktör de reel faiz oranlarındaki azalmanın tüketicilerin tasarruflarını düşürmesi ve tüketim harcamalarını arttırmasıdır.

Keynes başlangıçta bu kanalı işletmelerin yatırım harcamaları ile ilgili kararları aracılığıyla faaliyet gösterdiğinin altını çizse de, daha sonraki araştırmalarda tüketicilerin dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları hakkında kararlarının da birer yatırım kararı olduğunu kabul etti(Mishkin, 1995:4).

John Taylor'da parasal aktarımın faiz oranı kanalının para politikası etkilerinin ekonomiye nasıl aktarıldığının anahtar bir bileşeni olduğunu savunmaktadır. Daraltıcı para politikası modelinde kısa vadeli nominal faiz oranı yükselmektedir. Daha sonra yapışkan fiyatlar ve rasyonel beklentilerin bir araya gelmesiyle, gerçek uzun vadeli faiz oranı da en azından bir süreliğine yükselir. Bu yüksek reel faiz oranları, toplam sabit yatırımlardaki düşüşe neden olan, iş sabit yatırımı, konut yatırımı, dayanıklı tüketim harcamaları ve düşüşe yol açmaktadır(Mishkin, 1995:4).

Faiz kanalının işleyişi, kısa vadeli faiz oranının değişmesiyle başlamakta ve bu değişikliğin finansal piyasalardaki arz ve talep mekanizmaları yardımıyla orta ve uzun dönem faiz oranlarına yansımalarıyla tamamlanmaktadır. Para otoritesinin kısa vadeli nominal faiz oranlarını değiştirmesi, fiyatların katılığı varsayımının geçerli olduğu durumda, kısa ve uzun vadeli reel faiz oranlarını da etkilemektedir. Bir başka ifadeyle, fiyatların katılığı varsayımı altında genişletici para politikası kısa vadeli reel faiz oranlarını aşağı çeker. Bekleyişler teorisine göre, uzun vadeli faiz oranlarını bulmak için, gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarının ortalamasına risk priminin eklenmesi gerekmektedir. Bu durumda, diğer koşullar sabit olduğunda, düşen kısa vadeli reel faiz

oranları uzun vadeli faiz oranlarının da düşmesine sebep olur. Netice İtibariyle bütün bu hareketlerin reel sektör değişkenlerini ve nihayetinde enflasyonu etkilemesi beklenir(TCMB, 2013:5).

### **4.5.3. Varlık Fiyatları Kanalı**

Para politikası uygulamalarında parasal büyüklük üzerinden görülen değişiklikler, faiz oranlarının değişmesiyle birlikte, gayrimenkul hisse senedi ve tahvil gibi varlıkların fiyatının da değişmesi sonucunu doğurur. Bireylerin ve firmaların servetlerini etkileyen bu durum ekonomiyi faiz üzerinden farklı bir kanalla etkileme çabasıdır. Keynesyenler ve Monetaristlerin bu konuda görüş ayrılığı bulunmaktadır. Bu çerçevede, Keynesyenler para politikalarının ekonomiye etkilerini IS-LM analizi kapsamında incelerken, yatırımlar ile faiz oranları arasındaki ilişkiye bağlı olarak, toplam reel hasıla üzerindeki etkiye vurgu yapmaktadır. Öte yandan, Monetaristler parasal aktarımın ekonomi üzerindeki etkilerini incelerken reel serveti ve diğer varlık fiyatlarını da dikkate alırlar. Reel servetin ve varlıkların değişmesi, iktisadi birimlerin davranışlarını da değiştirir. Monetarist yaklaşımda varlık fiyatları kanalı, hisse senedi fiyatlarındaki ve gayrimenkul fiyatlarındaki değişimle ilişkili olarak servet etkisi üzerinden çalışmaktadır. Hisse senedi fiyatları üzerinden ortaya çıkan servet etkisi Tobin'in q teorisi olarak bilinmektedir.

#### **4.5.3.1. Tobin'in q Teorisi**

Hisse senetlerinin fiyatlarıyla yatırım harcamaları arasındaki ilişki James Tobin (1969) tarafından geliştirilen q teorisi tarafından açıklanmıştır. Tobin'e göre, hisse senetleri fiyatları işletmelerin yatırım kararlarını etkiler. Tobin, firmaların piyasa değerinin hisse senedi fiyatlarına göre belirlendiğini söyler. Bunun yanında, işletmeler fiziksel sermayelerini yenilemek istediğinde bir maliyet ile karşılaşılırlar. İşletme yatırıma, işletmenin piyasa değerini fiziksel sermayeyi yenileme maliyetine oranlaması sonucu ortaya çıkan katsayıya göre karar verecektir. Bu katsayının 1 sayısına eşit olması durumunda yatırımın maliyetiyle, ortaya çıkardığı katma değer aynı olmakta, yatırımından her hangi bir getiri elde edilememektedir. Katsayı değerinin 1'den küçük olması durumunda, yatırımın maliyeti işletmenin piyasa değerine yaptığı katkıdan büyük olduğundan, bu durumda da yatırımın yapılmasının tavsiye edilmediği bir durumu açıklar. Fakat katsayı 1'den büyük ise yapılan yenileme yatırımlarının maliyetinin

işletmenin piyasa değerine yaptığı katkıdan küçüktür. Bu durumda işletmenin yatırım kararı alması rasyonel bir davranıştır.

Para politikasının genişletici olarak uygulanmasının devamında para arzının hanehalkının eline talep ettiği kadar daha fazla para geçmesine neden olacaktır. Bu talep fazlasının bir kısmı menkul kıymetler borsası aracılığıyla hisse senetlerine yönelecek ve hisse senetlerinin fiyatlarının artması "q" değerinin yükselmesine ve işletmelerin daha uygun yatırım yapabilmeleri için gerekli ortamı oluşturur. Bu durumda yeni yatırım ve sermaye yatırımı şirketin piyasa değeri ile mukayese edildiğinde görece ucuzlamış gibi görünecektir. İşletmeler yeni hisse senedi ihraç ettiğinde geçmişe kıyasla daha fazla para elde edebilecekler ve bu sayede daha maliyetli yatırım yapabileceklerdir. İşletmeler düşük miktarda hisse senedi ihraç ederek birçok yeni yatırım malını satın alabilecek ve böylece toplam yatırım harcamaları artmış olacaktır. Toplam yatırımın artması, hasıla toplamında bir artışın ortaya çıkmasına neden olacaktır(Halaç ve Durak,2013:500).

#### **4.5.4. Kredi Kanalı**

Son yıllarda parasal aktarım mekanizmasında kullanılan bir diğer kanal ise kredi kanalıdır. Parasal aktarım kanallarının anlaşılması para otoritelerinin finansal değişkenleri daha iyi yorumlamasına ve bu değişkenlerdeki değişmelerin daha iyi değerlendirilmesine yardımcı olmaktadır. Ayrıca parasal aktarım mekanizması daha iyi ara hedef seçimine de yardımcı olmaktadır.

Bernanke ve Gertler (1995) kredi kanalı ile ilgili olarak kredi kanalı mekanizmasını ekonomik şoklar üzerinden açıklamışlardır. Ekonominin para politikası şoklarına tepkisinin zamanlamasını, büyüklüğünü ve bileşimini yalnızca geleneksel faiz oranı mekanizması ile açıklamak oldukça zordur. Toplu olarak kredi kanalı olarak bilinen mekanizmalar geleneksel mekanizmalardaki boşlukları doldurmaya yardımcı olur. Bernanke ve Gertler'e göre, kredi kanalı anlayışının temelinde yatan dayanak; Asimetrik bilgi ve sözleşmelerin zorunlu maliyetinin uygulanması gibi sürtüşmeler piyasaların sorunsuz olarak işleyişine müdahale etmektedir. Bu durumun gelecekte dış fonların maliyetindeki ve iç fonların fırsat maliyetindeki artışa engel olması tahmin edilmektedir.

Dış finansman primi olarak adlandırılan bu takoz, genellikle borç verenler ve borçlular arasında bulunan ana aracı problemi ile toplam maliyetlerini yansıtır. Dış

finansman primine yansıyan faktörler arasında borç verenin beklenen izleme, değerlendirme ve tahsilat maliyetleri; borçlunun kaçınılmaz olarak beklentileri hakkında borç verenden daha iyi bilgiye sahip olmasından kaynaklanan “limon” primi ve borçlunun ahlaki tehlikeden veya ahlaki tehlikeyi içermesi amaçlanan sözleşmelerdeki kısıtlamalardan bozulma maliyetlerini kapsamaktadır(Bernanke ve Gertler, 1995:35).

Kredi kanalının savunucularına göre, para politikası bir tek genel faiz oranlarını değil, aynı zamanda dış finansman hacmini de etkilemektedir. Dış finansman primindeki bu tamamlayıcı hareket, para politikası etkilerinin gücünü, zamanlamasını ve kompozisyonunu, sadece faiz oranlarına referansla mümkün olandan daha iyi açıklamaya yardımcı olabilir (Bernanke ve Gertler.1995:35).

Kredi kanalı, ödünç verilebilecek fon arzı ile fon talebinin artması veya azalması üzerinden işlemektedir. Merkez bankalarının uyguladığı genişletici para politikası etkisiyle bankaların fon kaynakları artacaktır. Kredi kanalının işleyişinde kredi piyasalarında yaşanan asimetrik enformasyonun önemli bir yeri vardır. Kredi piyasasındaki asimetrik enformasyonun tanımlamasına göre, krediyi arz eden kurumun kredi müşterileri hakkında gerekli bilgiye sahip olamamasından kaynaklanmaktadır. Bu durum ödünç verici kurumların “ters seçim-ahlaki tehlike olarak da bilinen kredi riski ile karşı karşıya gelmelerine sebep olur. Ters seçim bankaların riski yüksek ve geri ödeme olasılığı düşük olan iktisadi birimlerin kredi taleplerini kabul etmeleri demektir. Ahlaki tehlike ise, kredi müşterilerinin kredi veren kurumların çıkarına uygun hareket etmeyerek zarar etme riski yüksek projelere katılması ifade etmektedir. Kredi kanalı, banka kredileri kanalı ve bilanço kanalı yoluyla çalışmaktadır.(Oktar vd.,2013:9).

#### **4.5.4.1. Banka Kredi Kanalı**

Banka kredileri kanalı, bankaların finansal sistemde özel bir rolü olduğu görüşündedir. Çünkü belli borçlular, özellikle asimetrik bilgi sorunlarının telaffuz edildiği küçük firmalarla başa çıkmak için uygundur. Sonuçta, büyük firmalar bankalardan kredi kullanmadan hisse senedi ve tahvil piyasaları aracılığıyla kredi piyasalarına doğrudan erişebilmektedirler. Böylece, banka mevduatlarını ve banka rezervlerini azaltan daraltıcı para politikasının borçlular üzerine etkisi olacaktır. Bu etki şematik olarak

$M \downarrow \Rightarrow \text{Banka mevduatı} \downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

şeklinde ifade edilebilir(Mishkin, 1995:7). Yukarıdaki şemada da görüldüğü gibi uygulanan sıkı para politikası, para arzının düşmesine, mevduatların düşmesine ve devamında banka kredilerinin, yatırımların ve çıktının düşmesine sebep olacaktır.

Uygulanacak genişletici bir para politikası ise yukardaki işlemlerin ters yönlü olarak hareket etmesini sağlayacaktır. Bu durum banka mevduatlarını ve rezervlerini arttıracaktır. Bu artışlar bankaların verdiği kredi hacminin büyümesine sebep olur. Çoğu yatırımcı yatırımlarının finansmanı konusunda banka kredilerine bağımlıdır. Bankaların kredi hacminin büyümesi yatırımları ve tüketimi canlandırarak üretim artışına sebep olacaktır. Bir başka ifadeyle, genişletici para politikası işletmelerin piyasa değerini yükselteceği için kredi kurumlarının karşılaştığı kredi riskini düşürecektir. Böylece, bir yandan işletmelere nakit akışını hızlandırırken, diğer yandan borç yükünün hafiflemesini sağlamaktadır. Bu durum yukarıda belirtilen ters seçim ahlaki tehlike olasılığı azalmaktadır(Oktar vd. 2013:9).

#### **4.5.4.2. Bilanço Kanalı**

Bilanço kanalı, işletmelerin net değeri üzerinden çalışır. Bernanke ve Gertler'in vurguladığı gibi, son yıllarda daha az önemli hale geldiğini düşünmek için hiçbir neden yoktur. Daha düşük net değer, borç verenlerin kredileri için daha az teminat sahibi oldukları ve bu nedenle ters seçimden kaynaklanan daha yüksek olduğu anlamına gelir. Ters seçim problemini yükselten net değerdeki düşüş, yatırım harcamalarının finanse edildiği kredilerin azalmasına yol açar. Ticari firmaların net değeri de ahlaki tehlike sorununu artırır, çünkü sahiplerinin firmalarında daha düşük bir hisse senedi payına sahip oldukları ve riskli yatırım projelerine katılmalarına daha fazla teşvik ettikleri anlamına gelir. Daha riskli yatırım projelerinin üstlenilmesi, borç vericilerin geri ödenmemesini daha olası hale getirdiğinden, ticari firmaların net değerinde bir azalma, borç verme ve dolayısıyla yatırım harcamalarında bir azalmaya yol açmaktadır. Hisse senetleri fiyatlarında ( $P_e$ ) düşüşe neden olan daraltıcı para politikası ( $M$ ), firmaların net değerini düşürür ve böylece ters seçim ahlaki tehlike probleminin artmasından dolayı, yatırım harcamalarında ( $I$ ) ve çıktıda ( $Y$ ) düşüşe neden olur. Bu parasal aktarım bilanço kanalı için aşağıdaki gibi çalışır(Mishkin, 1995:8).

$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow \text{ters seçim} \uparrow \text{ ahlaki tehlike} \downarrow \Rightarrow \text{krediler} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

Bilanço kanalı monetarist düşüncede varlık fiyatlarına etkileri için daha rasyonel bir görüş sunmaktadır. Faiz oranlarını yükselten daraltıcı para politikası da şirketin nakit akışını azalttığı için bilançolarında bozulmaya neden olmaktadır. Bu durumu anlatan şema aşağıdaki gibidir.

$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow \text{nakit akışı} \downarrow \Rightarrow \text{ters seçim} \uparrow \text{ ahlaki tehlike} \uparrow \Rightarrow \text{krediler} \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

Her ne kadar kredi kanalındaki literatürün çoğu işletme firmaların alacağına odaklanmış olsa da, Bernanke ve Gertler kredi kanalının tüketici harcamalarına da aynı şekilde uygulanması gerektiğini önermektedir. Parasal bir daralmanın neden olduğu banka kredilerindeki düşüşler, diğer kredi kaynaklarına erişimi olmayan tüketicilerin dayanıklı tüketim malı ve konut alımlarında düşüşe neden olmalıdır. Benzer şekilde faiz oranlarındaki artışlar hanehalkının bilançolarında bozulmaya neden olur çünkü nakit akışı olumsuz etkilenir (Mishkin, 1995:9). Diğer taraftan banka bilanço kanalı para ve hisse senetleri arasındaki bağlantı yoluyla parasal aktarım mekanizmasının işleyişini sağlar. Daraltıcı bir para politikası operasyonu ile hisse senetleri fiyatlarının düşmesi firmaların finansal varlık değerleri düşürür. Tüketicilerin finansal stres tahminleri konut ve dayanıklı tüketim malı harcamaları düşer, toplam talepteki azalma üretimin ve dolayısıyla çıktı düzeyinin azalmasına neden olur. Bu süreç şematik olarak aşağıdaki gibi açıklanabilir (Uğur, vd., 2016:39).

$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow \text{finansal varlıklar} \downarrow \Rightarrow \text{finansal stres tahminleri} \uparrow \Rightarrow$

$\text{tüketicilerin dayanıklı tüketim ve konut harcamaları} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$

Bilanço kanalının diğer bir etkisi ise, para politikasının genel fiyatları etkilemesiyle olur. Firmaların borç sözleşmelerinin çoğunlukla sabit nominal faiz üzerinden yapılması, genişletici para politikalarının fiyatları yükselterek firmaların reel yükümlülüklerinin azalmasına ve varlıkların reel değerlerinin ise sabit kalmasına neden olur. Bu sebeple, firmaların net reel değerleri artar. Bu durum ters seçim ve ahlaki tehlike problemlerini azaltarak firmaların kredi bulmalarını artırır. Yatırım harcamalarında ve toplam üretimde artışa yol açar (Kasapoğlu, TCMB, 2007:31).



Literatürde bilanço etkisi daha çok firmaların harcama kararları üzerinde yoğunlaşmışken, Bernanke ve Gertler (1995) bilanço etkisinin hanehalklarının konut ve dayanıklı tüketim harcamalarında da etkili olduğunu ifade etmişlerdir. Nitekim daraltıcı para politikaları etkisiyle faiz oranlarının yükselmesi, firmalardan başka hanehalklarının da parasal akımlarını olumsuz yönde etkileyerek, konut ve tüketim malı harcamalarının azalmasına sebep olacaktır(Kasapoğlu, TCMB, 2007:32).

#### **4.5.5. Politika Sinyalleme Kanalı**

Bir merkez bankasının varlık alımlarına katılımı, bağımsız olarak piyasa katılımcılarına merkez bankasının geleceğe yönelik görünümüne ve gelecekteki politika duruşuna ilişkin görüşü hakkında bir sinyal gönderdiğinde bir politika sinyal etkisi oluşur. Bu da gelecekte beklenen kısa vadeli faiz oranlarını etkiler(Kettemann ve Krogstrup, 2014:133).

Öte yandan politika sinyalleme kanalının hisse senedi-bono piyasası korelasyonları üzerinde olumlu bir etkisi vardır. Kısa vadeli faizlerin düşmesi ve düşük kalmaya devam edeceğine dair beklentilerin oluşması durumunda, korelasyon pozitif veya en azından daha az negatif olma eğilimindedir. Daha düşük kısa vadeli faiz oranları, daha düşük kredi piyasası kısıtlamaları ve daha yüksek yatırımcı duyarlılığı anlamına gelir. Bu da yatırımcıların riskten kaçınmasını azaltır. Böylece daha yüksek hisse fiyatlarına ve daha yüksek hisse senedi getirilerine yol açar. Bununla birlikte, düşük kısa vadeli faiz oranları aynı zamanda daha düşük tahvil getirileri ve dolayısıyla daha yüksek tahvil fiyatları ile ilişkilidir. Bu bulgu, Ilmanen (2003) tarafından sunulan sezgisel açıklamalar ile tutarlıdır. Daha düşük gelecekteki kısa vadeli faiz oranlarının, gelecekteki tahvil ve hisse senedi nakit akışlarının iskonto edildiği daha düşük iskonto oranları anlamına gelir. Daha düşük iskonto oranları, tahvil ve hisse senetleri fiyatını sonucunu getirir. Bunun anlamı hisse senetleri ve tahvil fiyatlarının kısa vadeli faiz oranı beklentilerinin düşük olduğu dönemlerde birlikte hareket ettiği ve dolayısıyla pozitif veya en azından daha az negatif dinamik hisse senedi- tahvil piyasası korelasyonlarına neden olduğunu gösterir(Gökmenoğlu vd,6:2020)

#### 4.5.6. Portföy Dengeleme Kanalı

2008 yılında başlayan QE politikasının hedefleri, merkez bankalarının zorunlu fiyat enflasyonu hedeflerine ulaşmalarına yardımcı olma açısından açık olsa da, politikanın nasıl çalışmasının beklendiği konusunda tartışmalar olmuştur. Ancak, hem ABD'deki (Bernanke 2010, Yellen 2011) hem de Birleşik Krallık'taki (Bean 2011) politika yapımcıları varlık alımlarının ekonominin geri kalanına beklenen aktarımlarında kilit unsur olarak Tobin ve diğerlerinin çalışmalarına dayanan portföy dengesi kanalını vurgulamışlardır. Bu mekanizmaya göre, merkez bankası parasıyla finanse edilen finansal varlık alımları, varlık satanların portföylerindeki daha riskli varlıkları yeniden dengelemeleri nedeniyle likiditeyi arttırmakta ve varlık fiyatlarını yükseltmektedir. Bu, serveti artırarak ve haneler ve şirketler için borçlanma maliyetlerini düşürmekte ve harcamaları teşvik etmektedir(Joyce vd,2017:1226).

Para politikası yapımcıları portföy dengesi kanalına özel bir önem verir. QE'nin politika sinyalleri, portföy yeniden dengeleme ve likidite etkileri dâhil olmak üzere makroekonomiyi etkilemesinin beklenebileceği bir dizi kanal vardır. Bu kanal özellikle, finansal varlıklar arasında mükemmel bir ikame olmadığına varlık arzındaki değişikliklerin finansal varlık fiyatlarında nasıl değişikliklere yol açtığını gösteren Tobin'in (1963) çalışması ile ilgilidir, ancak benzer fikirler Friedman ve Schwartz da dâhil olmak üzere başkaları tarafından da geliştirilmiştir. Brunner ve Meltzer (1973) portföy dengesi kanalında merkez bankasının, varlık alımlarının reel ekonomiyi etkilemesi için bir araç sağladığını söyler. QE, merkez bankası rezervleri karşılığında banka dışı özel sektörden varlık alımları satın alarak, satıcıların geniş para tutmasını sağlar. Para, satın alınan kusurlu bir ikame olarak görülüyorsa, satıcılar daha riskli olabilecek (yalnızca tahvillerden ziyade şirket tahvilleri gibi) diğer varlıkları satın alarak portföylerini yeniden dengelemeye çalışacaklardır. Bu yeniden dengeleme sürecinde, yatırımcılar genel para ve finansal varlık arzına kayıtsız kalana kadar varlık fiyatları yükselecektir(Joyce vd,2017:1227).

## BEŞİNCİ BÖLÜM

### EKONOMETRİK ANALİZ

#### 5.1. Ampirik Literatür

2008 yılında ortaya çıkan finansal krize yanıt olarak FED büyük miktarlarda parasal genişleme başlattı. Sadece FED'in gerçekleştirdiği büyük ölçekli varlık alımlarının (LSAP programı) bir parçası olarak, 2008-2013 döneminde trilyonlarca uzun vadeli ABD hazine bonoları ve ipoteğe dayalı menkul kıymet (MBS) satın aldı. Bu konu akademisyenlerin ve politika yapımcılarının ilgisini çekti(Mamatzakis,2016:240). Finansal krizden sonra bu konu ile ilgili çalışmalar yapılmaya başlandı. Bu çalışmalar anabашlıklarıyla şöyledir.

Meier(2009), Lenza vd. (2010), Chun vd. (2011), Peersman (2011), Chen, Cúrdia ve Ferraro (2012), Kapetanios, vd. (2012) Rogers vd. (2014), Churm vd. (2015), Chen vd (2015),Bhattarai vd.(2015), MacDonald ve Popiel (2020), Yücememiş vd. (2015),Oktar ve Kurum (2019), Cukierman (2019), geleneksel olmayan politikaları olumlu bulduklarını belirtmişlerdir. Sheedy (2017), Hoffman ve Schnabl (2016), Gertler ve Karadi (2011), Lu (2013), Rezende (2016), Breitenlechner vd. (2021), Neely (2022)geleneksel olmayan politikaları eleştirmişlerdir. Kriz sonrasında uygulanan ileriye yönelik rehberlik politikasının sonuçlarını inceleyen çalışmalar yapılmıştır. Bu çalışmalarda Campbell vd. (2019), Eherman vd. (2019), Meade vd. (2015),Moessner (2015), Williamson, (2019), Bernanke(2020) ileriye yönelik rehberlik çalışmalarının olumlu katkıları olduğu sonucuna varmışlardır. Hagedorn vd. (2019), ileri yönelik rehberliğin güçlü bir politika aracı olmasııı sonucuna varmışlardır. Gertler ve Karadi (2011), Ueda (2012), Acharya vd. (2019), Casiraghi, vd. (2013), ABhoff vd. (2021), Inoue ve Okimoto (2022), Ledochowski ve Żuk (2022), Alper vd. (2020), merkez bankalarının politikalarını incelemişlerdir. TCMB'nin geleneksel olmayan politika uygulamaları ile ilgili çalışmalarda yapılmıştır. Başcı ve Kara (2007), Alper ve Tiryaki (2011), Tuna vd, (2013), Özatay (2013), Yücememiş (2015), Oktar ve Kurum (2019), yaptıkları çalışmalarda uygulanan politikaların olumlu etkileri olduğunu sonucuna

ulaşmışlardır. Bunun aksine Yurdabak (2015) geleneksel olmayan politikaları eleştirmiştir.

Peersman (2011), çalışmasında geleneksel faiz oranındaki değişikliklerin ve geleneksel olmayan para politikası eylemlerinin Euro bölgesi üzerindeki makroekonomik yansımalarını incelemiş ve ekonomiyi etkilemek için birden fazla para politikası enstrümanının kullanılabilceğini açıklamıştır. Özellikle, belirli bir politika oranı için para tabanını ve merkez bankası bilanço büyüklüğünü arttıran bir politika eyleminin ekonomik faaliyetler üzerinde bir yük oluşturduğunu ve tüketici fiyatları üzerinde kalıcı etki meydana getirdiğini ifade etmiştir. Chen vd ABD'nin geleneksel olmayan politikalarının GSYİH üzerinde mütevazı bir olumlu etkisi ve enflasyon üzerinde daha küçük bir etkisi olduğunu savunmaktadır. Casiraghi vd. Ecb'nin geleneksel olmayan uygulamalarının çıktı ve enflasyonda orta düzeyde bir artışa yol açtığı fikrini desteklemektedir. Rogers vd. ABD, İngiltere, Japonya ve Euro bölgesindeki geleneksel olmayan uygulamaların daha küçük bir çıktı açığı ve daha yüksek enflasyona yol açtığına dair kanıtlar sunmaktadır.

Gertler ve Karadi (2011) de yaptıkları çalışmalarında mali krizle mücadele etmek için genişleyen merkez bankası kredilerinin etkilerini değerlendirmek için DSGE modeli oluşturmuşlardır. Çalışmada merkez bankalarının kredi vermede özel bankalara kıyasla daha az etkin olduklarını söylemişlerdir. Özel bankaların ise içsel bilanço kısıtlamaları ile karşı karşıya kaldıklarını kabul etmişlerdir. Özellikle kriz sırasında özel bankaların üzerindeki kısıtlamaların ve merkez bankasının aracılığından elde edilen faydanın arttığı ve merkez bankasının aracılığının göreceli etkinlik maliyetleri makul düzeyde ise merkez bankası kredilerinden sağlanan faydanın önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Hatta kredi politikasından elde edilen faydanın sıfır alt sınıra ulaşılmasa bile var olabileceğini, bankaların kısıtlanması durumunda, kredi politikasından elde edilen net faydanın artacağını, ekonomi normale döndükçe geleneksel olmayan para politikalarının net faydasının azalacağını belirtmişlerdir. Sonuç olarak geleneksel olmayan para politikalarının sadece kriz durumunda kullanılmasını tavsiye etmişlerdir.

Acharya ve arkadaşları (2019), ECB'nin kriz sonrasında bankacılık sistemine müdahale için kullandığı OMT (kesin parasal işlemler) programı üzerine bir araştırma yapmış ve geleneksel olmayan para politikası önlemlerinin reel ekonomiye etkin bir şekilde aktarılması için iyi sermayelendirilmiş etkin bir bankacılık sektörünün olması

gerektiği sonucuna varmışlardır. OMT programının devlet tahvili getirilerini kısmen istikrara kavuşturduğunu, euro bölgesi ekonomisinin toparlanmasına katkı sağladığını belirtmişlerdir. Ayrıca yeniden sermayelendirme işlemlerine rağmen düşük sermayeye sahip bankalardaki sorunlu kredilerin devam ettiğini tespit etmişlerdir(Acharya vd.2019:3408).

Breitenlechner ve arkadaşları (2021), geleneksel olmayan para politikası şoklarının ve bilgi şoklarının faiz oranlarını ve makroekonomik değişkenleri nasıl etkilediğini incelemişlerdir. Geleneksel olmayan para politikası şoklarının 1 yıllık ve 10 yıllık devlet tahvili getirilerinde düşüşe yol açtığını, bu düşüşün 1 yıllık tahvillerde geçici olduğunu, 10 yıllık tahvillerdeki düşüşün ise daha kalıcı olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca geleneksel olmayan politika şoklarının reel GSYİH'yi arttırmasına rağmen, çıktıdaki genişletici etkinin ömrünün kısa olduğunu, başka bir değişle geleneksel olmayan politika şoklarının beklendiği gibi uzun vadeli faiz oranlarını düşürdüğünü, fakat ekonomideki toplam faaliyetler ve fiyatlar üzerinde sınırlı etkiye sahip olduğunu bulmuşlardır.

ABhoff ve arkadaşları (2021), Euro bölgesi ile ilgili yaptıkları Nitelikli VAR analizinde ECB'nin uyguladığı geleneksel olmayan para politikalarının 2009-2018 döneminde Euro bölgesindeki enflasyon beklentileri üzerindeki etkinliğini incelemişlerdir. Beklenmeyen bir politika şoku kısa vadede enflasyonu yükseltmiştir. Ancak yüksek enflasyon beklentilerinin hasılayı ve fiyatları attırmaması sebebiyle talep enflasyonu ortaya çıkmamış ve enflasyondaki artış devam etmemiştir. ECB'nin enflasyon beklentilerini geçici olarak istikrara kavuşturmuş olsa da beklenti kanalının tam olarak işlemediği sonucuna ulaşmışlardır. Diğer bir sonuçta QE'nin kısa vadeli enflasyon beklentilerini stabilize ettiğini, deflasyon endişelerini azalttığını Euro bölgesindeki genel ekonomiyi stabilize ettiğini belirterek QE'nin etkilerinin tam ölçülememesine rağmen alternatif yaklaşımlara tamamlayıcı olarak görülebileceğine inandıklarını belirtmişlerdir.

Inoue ve Okimoto (2022), 2008 finansal krizinden sonra dört büyük merkez bankasının (FED, ECB, BOE ve BOJ) yürüttükleri geleneksel olmayan para politikalarının uluslararası finansal piyasalara aktarılıp aktarılmadıklarını, aktarıldı iseler nasıl aktarıldıklarını incelemişlerdir. Bu incelemede Mart 2009 ile Temmuz 2019 döneminde 35 ülke ve bir bölgeyi kapsayan GVAR analizi yapmışlardır. Elde edilen sonuçlara göre FED'in etkilerinin tüm piyasalarda önemli ve kalıcı olduğunu, ECB'nin

politikalarının küresel tahvil piyasaları üzerinde diğer merkez bankalarına kıyasla daha güçlü ve daha geniş etkileri olduğunu, ancak hisse senedi piyasalarında FED'in ECB'ye kıyasla fazla etkili olduğunu tespit etmişlerdir. BOE ve BOJ'un etkilerinin daha az önemli olmakla beraber BOJ'un küresel hisse senetleri piyasası ile Asya ve Okyanusya tahvil ve döviz kuru üzerinde önemli etkiler gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır. Bu sonuçlara göre; uygulanan politikaların etkileşimlerinin dikkate alınmasının önemli olduğunu, bu yapılmazsa geleneksel politikaların yayılma etkilerinin yanlış tahmin edilebileceğini söylemişlerdir. Çalışmadan elde edilen diğer bir sonuç ise, büyük bankaların uyguladıkları geleneksel olmayan politikaların yayılma etkilerinin değerlendirilmesinde piyasa koşullarının önemli olduğunu ve küresel hisse senedi piyasalarındaki bir iyileşmenin büyük merkez bankalarının uyguladıkları geleneksel olmayan politikaların etkilerinin güçlenmesinde önemli olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

Ledochowski ve Žuk (2022), yılındaki makalelerinde FED ve ECB tarafından yürütülen bilanço politikalarının yükselen piyasa ekonomilerine brüt portföy sermaye akışlarına yayılmalarının ampirik bir incelemesini yapmışlar ve FED ve ECB'nin uyguladıkları bilanço politikalarının portföy sermaye girişlerine dönüşüp dönüşmediğini veya ne ölçüde dönüştüğüne dair ampirik kanıtlar sağlamaya çalışmışlardır. Çalışma içerisinde Türkiye'nin de bulunduğu dünyanın farklı bölgelerinde bulunan 28 ülkeyi dâhil etmişlerdir. Çalışmada; Portföy sermaye akışlarındaki oynaklığa karşı en savunmasız durumda olan gelişmekte olan ülkelerdir. Bu ülkelerin merkez bankaları, FED'in bilanço politikalarındaki değişiklikler sonrasında, yerel politikalarında yeni düzenlemeler yapmalarının gerektirebileceğini düşündükleri için FED politikaları daha yakından takip etmektedirler. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelerin politika yapıcıları, hatta Avrupalılar da dâhil olmak üzere ECB'nin uyguladığı bilanço politikalarının daha etkili portföy sermaye girişleri üzerindeki etkisi konusunda daha az endişe duymaktadırlar. Sonuç olarak büyük merkez bankaları tarafından yürütülen bilanço politikaları, gelişmekte olan piyasa ekonomilerine daha büyük sermaye akımlarının yayılmasına neden olabilmekte ve FED tarafından yürütülen bilanço politikalarının, ECB tarafından yürütülen bilanço politikalarından ziyade gelişmekte olan ülkelere brüt sermaye girişleri için daha uygun olduklarını teyit etmişlerdir.

Sheedy (2017)'deki makalesinde geleneksel olmayan politikaların kullanılmasının temel nedeninin faiz oranlarının alt sınıra ulaşması olduğunu, geleneksel olmayan para politikası araçlarının geleneksel nominal faiz oranı için zayıf bir ikame olduğunu göstermeye çalışmıştır. Bugün ekonomiyi istikrara kavuşturmak için geleneksel olmayan politikaların kullanılmasının, ileriki dönemde ekonominin istikrarını olumsuz yönde etkileyeceğini söylemişlerdir. Ayrıca geleneksel olmayan politikaları yerine enflasyon hedeflemesinin uygulanmasını tavsiye etmişlerdir.

Hoffman ve Schnabl (2016) yaptıkları çalışmada geleneksel olmayan politikaları eleştirmişlerdir. Faizlerin negatif olduğu veya negatife yaklaştığı durumda finansal sistemi desteklemek için yapılan tahvil alımları bankacılık sektörünün örtük kamulaştırılmasına ve verimliliğin düşmesine neden olduğunu ve bunun sonucunda da düşük büyüme olacağını söylemişlerdir. Negatif faiz uygulamasının tasarrufları ve devamında yatırımları azaltacağını, üretimin de azalmasına neden olacağını söylemişlerdir. Bu yüzden azalan büyüme döngüsünü durdurmak için düşük faiz oranlarından çıkılması ve finansal piyasaların yeniden yapılandırılmasının gerekli olduğunu ve yükseltilmesi gerektiğini söylemişlerdir.

MacDonald ve Popiel (2020), Kanada için bir bayes yapısal vektör otoregrasif modelinde sıfır alt sınırdaki politikayı yakalamak için gölge faiz oranlarını kullanan küçük bir açık ekonomide geleneksel olmayan para politikasını araştırmışlardır. Çalışmada yabancı şoklar yalnızca büyük ülke kabul edilen ABD tarafından temsil edilmiştir. Sıfır alt sınır döneminde, ortalama olarak Kanada'nın geleneksel olmayan para politikasının üretimi % 0,13 arttırdığı, ABD'nin geleneksel olmayan politikasının ise Kanada'nın üretimini ortalama % 1,2 attırdığı sonucuna varmışlardır.

Rezende (2016), çalışmada parasalcı görüşü eleştirmiş ve FED'in uyguladığı varlık alım politikalarının Keynesyen görüşü haklı çıkardığını söylemiştir. Klasik miktar teorisine göre varlık alım programından kaynaklanan parasal artışın enflasyona neden olması gerektiği fakat bu parasalcı görüşün haklı çıkmadığını söylemiştir. Geleneksel olmayan politikaların yatırım harcamaları üzerinde küçük bir artışa neden olduğunu ve bu politikaların sadece varlık fiyatlarında artışa neden olduğunu söylemiştir.

Neely (2022) de geleneksel olmayan para politikası şoklarının kalıcılığını SVAR modeli ile test etmiştir. Çalışmalarında, SVAR modelinin geleneksel olmayan politikaların etkilerinin geçici olduklarını kanıtlamadıklarını belirtmiştir. Yapılacak çalışmalarda ekonometrik tahminlerin istikrarının ve duyarlılığının dikkate alınması gerektiğini söylemiştir. Ayrıca ekonomik teoriyle tutarlı olan önemli ölçüde aşan varlık fiyatı tahmin edilebilirliğini anlatan modellere de şüphe ile bakılmasını tavsiye etmiştir. Portföy yeniden dengelemesine ilişkin mikro çalışmaların geleneksel olmayan politikaların kalıcı etkilerinin olduğunu gösterdiğini söylemiştir.

Alper ve arkadaşları (2020), çalışmalarında FED ECB ve Boe'nin gerçekleştirdiği QE politikalarının Türkiye'de yerleşik bankaların sınır ötesi banka kredileri yoluyla para politikalarının yayılma etkilerini incelemiştir. Bu çalışma ile üç büyük merkez bankasının uyguladıkları QE politikalarının Türk bankalarının kullandığı sınır ötesi kredileri önemli ölçüde etkilediği sonucuna ulaşmışlardır. Bu etkilerde FED'in ön plana çıktığını ve hatta FED'in uyguladığı QE politikalarının Sterlin ve Euro cinsinden verilen kredileri de teşvik ettiğini tespit etmişlerdir. QE politikalarının yayılmasında İngiltere merkezli bankaların FED'e önemli katkı sağladıklarını ve Türkiye'de yerleşik bankalarının çoğunlukla İngiltere ve Avrupa merkezli banklardan dolar kredisi sağladıklarını ortaya koymuşlardır.

Saatçi (2016), yaptığı çalışmada Türkiye'de 2004:01 – 2015:7 aralığında ARDL analizi ile Tüfeyi etkileyen unsurları incelemiştir. Çalışmada TÜFE, HTÜFE ve ITÜFE ile ilgili modeller oluşturmuştur. Ayrıca çalışmada para arzı kavramını oldukça geniş tutarak yurtiçi kredi hacmine kredi kartı ile yapılan harcamaları da para arzı tanımına katılmıştır. Kapasite kullanım oranı ve üretici fiyatları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Çalışmanın sonucunda üretici fiyatları ve kapasite kullanım oranının enflasyonu açıklama gücünün yüksek olduğunu bulmuştur. Çalışma sonucunda enflasyonu önlemede faiz oranı etkisinin düşük olduğunu, bunun faizlerin aynı zamanda üretim maliyetlerinin bir parçası olması açısından önemli olduğunu ve son dönemde merkez bankası tarafından yapılan faiz artışlarının enflasyonu düşürmemesinin bununla açıklanabileceğini belirtmiştir.

Oktar ve Kurum (2019), yaptıkları çalışmada geleneksel olmayan para politikası araçlarından zorunlu karşılık politikasının enflasyon üzerindeki etkisini incelemiştir.



Çalışmada daha önce yapılan çalışmalardan farklı olarak zorunlu karşılıkların finansal istikrar üzerinden ziyade fiyat istikrarı üzerine olan etkisi incelenmiştir. 2011 yılı Ağustos ile 2018 yılı arasındaki dönemde aylık veriler kullanılarak eşbütünleşme ve nedensellik analizleri yapılmış ve zorunlu karşılıkların enflasyon üzerinde önemli bir etkisinin olduğu ve zorunlu karşılık oranlarının daha etkin kullanılmasının enflasyon ile mücadelede faydalı olacağı sonucuna varılmıştır.

## 5.2. Zaman Serisi Analizi

Zaman serisi modelleri ekonometride sıklıkla kullanılmaktadır. Zaman serileri gelecekteki olayların tahmininde kullanılan önemli bir araçtır. Zaman serilerinde gelecek ile ilgili tahminlerde bulunurken dikkat edilmesi gereken önemli husus serilerin ilerisi için bir uzantısının bulunmasıdır.

Zaman serileri, trend, mevsimsellik, konjonktür ve düzensiz hareketlerden etkilenirler. Bunlar serilerin bileşenleridir. Temelde zaman serileri iki başlıkta değerlendirilir. Bunlar serilerin determinist ve stokastik olmasıdır. Çoğunlukla serilerde sabit, trend ve mevsimselliğin olup olmaması deterministikliği, serilerdeki durağanlık ise stokastikliği gösterir(Tarı,2015:374).

Zaman serileri ile ilgili diğer bir konu ise serilerin durağan olup olmadıklarıdır. Yapılacak ekonometrik çalışmaların anlamlı olması için serilerin durağan olması gerekir. Eğer zaman serisinde trend bulunuyorsa, seriler arasındaki ilişki sahte regresyon şeklinde ortaya çıkabilir. Seriler arasındaki ilişkinin gerçek mi, sahte mi olduğu zaman serisi verilerinin durağan olup olmadığı ile ilgilidir. Başlangıçta bu konu hakkındaki görüş, makroekonomik verilerde trendden sapma olsa dahi bir süre sonra tekrar trend değerine döneceği kabul edilmekteydi. Fakat zaman serisi analizlerindeki gelişmeler sonrasında yapılan çalışmalarda iktisadi değişkenlerin kendi içlerinde de dalgalanma taşıdıkları ortaya çıkmıştır. Bunun anlamı değişkenlerin karşılaştıkları ekonomik şokların birkaç dönemde yok olabileceği gibi, bazı şokların etkilerinin uzun süre devam ederek kalıcı olabileceğidir. Bu kalıcı şokların ortaya çıkardığı trendler serinin belli bir değere yaklaşmasına mani olmaktadır. Trendin durağan olmaması ve şokların tahmin edilemeyen özelliğinden dolayı bu trend stokastik trend olarak isimlendirilir(Tarı,2015:375).

Zaman serisinin stokastik süreç ile çıktığı kabul edilebilir. Belli bir dönemde gözlemlenen seriyi belirleyen stokastik sürecin durağan olması için aşağıdaki şartların gerçekleşmesi gerekir.

Sabit aritmetik ortalama:  $E(Y_t) = \mu$

Sabit varyans :  $Var(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2$

Gecikme Mesafesine Bağlı Kovaryans :  $\gamma_k = E[(Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)]$

Bütün t değerlerinde k = gecikme mesafesidir.

Yukarıda şartlar yerine gelmediğinde süreç durağan değildir(Tarı,2015:375). Zaman serisinin durağan olmasının anlamı, ortalamasının kovaryansının ve varyansının zamanla değişiklik göstermemesidir.

### **5.2.1. Birim Kök Testi**

Bir serinin uzun dönemdeki özelliği, bir önceki dönemde değişkenin sahip olduğu değer bu dönemi ne şekilde etkilediğinin saptanmasıyla açığa çıkartılabilecektir. Bu sebeple serinin nasıl bir süreçten geldiğinin anlaşılması için serinin her dönemdeki değerinin daha önceki dönemlerdeki değeriyle regresyonunun bulunması gerekir. Bu sayede serinin durağan olup olmadığı anlaşılabilir. Değişkenler arasında elde edilen ilişkinin anlamlı olabilmesi için analize konu olan serilerin durağanlık özelliğinin olması gerekir. Değişkenlerin zaman serilerinde trend olması, değişkenler arasındaki ilişkinin gerçek olmaması ve sahte regresyon taşınması şeklinde olabilir. Bu yüzden zaman serilerinin durağan olması gerekmektedir. Serilerdeki durağanlığın belirlenmesinde kullanılan yöntemlerden biride birim kök yöntemleridir. Bu yöntemler Dickey-Fuller ve Phillips-Perron testleri kullanılmaktadır.

#### **5.2.1.1. Dickey-Fuller veya Augmented Dickey Fuller Birim Kök Testi**

Dickey-Fuller testinde serinin durağanlık durumu birim kök testleri ile incelenir. Bu testte  $H_0: P=1$  ve  $H_0: \delta = 0$  ise serinin durağan olmadığı durumdur.  $P=1$  sıfır hipotezi kullanılamayacağı için geleneksel yolla hesaplanan t istatistiği yerine  $\tau$ (tau) istatistiği kullanılır. Bunun nedeni  $H_0$  hipotezinde t istatistiğinin tutarlılığı için serinin durağan özellik taşınması gerekir. Bu durumda t istatistiği kullanılmıyor, sebebi t istatistiğinin sıfır

etrafında dağılmıyor olmasıdır. Dickey-Fuller'in (1979) de kullandığı tau testi kullanılır. bu test zamanla Dickey-Fuller testi olarak isimlendirilmiştir. Bu testin regresyonları şöyledir.

$$\Delta Y_t = \delta Y_{t-1} + U_t \quad (1)$$

$$\Delta Y_t = b_0 + \delta Y_{t-1} + U_t \quad (2)$$

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t \delta Y_{t-1} + U_t \quad (3)$$

Birinci formülde sabit terim ve trend yoktur. İkinci formülü elde etmek için birincisine trend eklenmiştir. Üçüncü formül ise sabit terim ve trend barındırmaktadır. Fakat hata terimi  $U_t$ 'de otokolerasyon varsa üçüncü denklem aşağıdaki şekli alır.

$$\Delta Y_t = b_0 + b_1 t \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_i^m \Delta Y_{t-i} + U_t \quad (4)$$

Formülde gecikmeli fark terimi kullanılmıştır. Temel amaç hata terimini otokolerasyonsuz hale getirecek sayıda terimi modele katmaktır. Formülde sıfır hipotez  $P=1$  veya  $\delta = 0$  şeklindedir. Dördüncü denklemdeki gibi bir modele DF testinin uygulamasına genişletilmiş Dickey Fuller veya ADF testi denir(Tarı,2015:390).

Geleneksel olarak Dickey-Fuller testleri temelde sadece birinci dereceden bir AR sürecini dikkate alır. Testte p, AR(p) modeli için gecikme uzunluğunu temsil eder. ARIMA (p,1,0) otoregresif eşbütünleşik hareketli ortalama sürecine karşılık alternatif hipotezde ARIMA (p+1,0,0) süreci test edilir. Fakat  $y_t$  serisindeki gecikmelerden bir tanesi unutulursa hata teriminde otokorelasyon oluşur ve bu durumda modeldeki gecikme uzunluğu artar(Koçyiğit vd.2011:48).

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{WN}(0, \sigma^2) \quad (4)$$

$$\Delta y_t = c + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{WN}(0, \sigma^2) \quad (5)$$

$$\Delta y_t = c + \gamma y_{t-1} + \delta_2 t + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim \text{WN}(0, \sigma^2) \quad (6)$$

Beşinci regresyon denkleminde sabit terim ve trend yoktur. Altıncı denkleme sabit terim ilave edilmiştir. Yedinci denklem ise hem sabit terimi hem de trend değişkenini içinde barındırmaktadır. Test sürecinde  $\gamma$  değişkeninin küçüve ak olup olmadığına bakılır. Birim kök testi neticesinde boş hipotezin reddi veya alternatif hipotezin kabulü  $\gamma_t$  serisinde birim kök olmadığı ve serinin durağan olduğu anlamına gelir(Koçyiğit vd.2011:48).

### 5.2.1.2. Phillips – Perron (PP) Testi

ADF testi birim kökü test etmek için en çok kullanılan yöntemlerden biridir. Bu yüzden zamanla bu testin uzantısı olan testler geliştirilmiştir. Dickey ve Pantula (1987) birden çok birim kök endişesi varsa testin uzatılmasını tavsiye etmişlerdir. Dickey, Bell ve Miller (1986) ve Hylleberg ve arkadaşları (1990) Dickey Fuller testini mevsimsel birim kökün testini yapabilecek şekilde düzenlemişlerdir. Phillips-Perron (1988) zayıf bir bağımlılığa ve heterojen dağılımına izin veren Dickey Fuller testinin bir versiyonunu tavsiye etmişlerdir.

Phillips (1987) Phillis-Perron (1988) birim köklerin durağanlığı ile ilgili daha kapsamlı bir test geliştirdiler. Phillips-Perron testleri ADF testlerinin benzeridir. Fakat otokolerasyonlu kalıntılara izin vermek için Dickey-Fuller uygulamasına bir düzeltme faktörünü katarlar. Temelde Phillips-Perron (1988) otokolerasyon ve hereroskerastisi için düzeltilmiş bir Dickey-Fuller'in (1979) regrasyonuna birim kök katsayısı üzerinde bir t istatistiği getirmiştir. Kočenda, (2015:71).

Phillips Perron testi ile ilgili regrasyon denklemleri aşağıdaki gibi yazılabilir.

$$Y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + u_t \quad (7)$$

$$Y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + a_2 (t - T/2) + u_t \quad (8)$$

Dickey-Fuller testinde bulunan bağımsızlık homojenite varsayımları Phillips-Perron testinde terkedilmiştir. Tersine hata terimlerinde zayıf bağımlılık ve heterojen

dağılım varsayımı geçerli kabul edilmiştir. Bu sayede Phillips-Perron, Dickey-Fuller t istatistiğinin geliştirilmesinde hata terimlerinin varsayımları ile ilgili sınırlamaları dikkate almamıştır(Tarı,2015:400).

### 5.2.2. Veri Seti ve Ekonomik Yöntem

Çalışmada 2008:01-2020-12 yılları arasındaki aylık veriler kullanılmıştır. Kullanılan seriler Merkez Bankasının EVDS (Elektronik Veri Dağıtım Sistemi) sisteminden alınmıştır.

İlk olarak serilerin tanımlayıcı istatistikleri hesaplanmıştır. Analizde kullandığımız verilerin ata terimlerinin normal dağılım göstermediği görülmüştür.

	<b>Lnmb</b>	<b>Lnipi</b>	<b>Lncpi</b>	<b>lnppi</b>
<b>Ortalama</b>	0,020012	0,003348	0,007986	0,008896
<b>Medyan</b>	0,012138	0,004719	0,007581	0,007251
<b>Maksimum Değer</b>	0,301653	0,374616	0,061253	0,096565
<b>Minimum Değer</b>	-0,231517	-0,475257	-0,014738	-0,030070
<b>Standart Sapma</b>	0,089843	0,054756	0,007532	0,014691
<b>Çarpıklık</b>	0,534741	-2,252241	2,450887	1,766600
<b>KBasıklık</b>	4,012609	52,84932	18,68677	11,38596
<b>Jarque-Bera</b>	14,00921	16179,71	1744,410	534,8008
<b>Olasılık</b>	0,000908**	0,000000**	0,000000**	0,000000**

**Tablo 2: Serinin Tanımlayıcı İstatistikleri**

Not: \*, \*\*, \*\*\*. İfadesi sırasıyla %1, %5 ve % 10 anlam seviyelerini temsil etmektedir.

Tanımlayıcı istatistikler incelendiğinde serilerin maksimum ve minimum değerlerinin elde edildiği yıllar sırasıyla, mb için 2020 ve 2011 yılıdır. İpi serisinin için ise 2020 yılı maksimum ve minimum değerlerinin elde edildiği yıl olarak tesbit edilmiştir. Aynı şekilde cpi serisi için de 2018 yılı maksimum ve minimum değerlerinin tesbit edildiği yıldır. Ppi serisi için ise maksimum ve minimum yılı 2018 ve 2008 olarak bulunmuştur. Tanımlayıcı istatistikten elde edilen diğer sonuç ise mb, cpi ve ppi serilerinin sağa doğru çarpık olduğu ve pozitif asimetri içerdiği, ipi serisinin ise sola doğru çarpık olduğu ve negatif asimetri içerdiği görülmüştür. Serilerin tamamı normale

göre sivrildir. Ayrıca analizde kullandığımız verilerin olasılık değerlerinin 0,05 den küçük olması da serilerin normal dağılım göstermediği ifade eder.

- Parasal taban ifadesi (mb), olarak Merkez Bankasının kabul ettiği tanım olan, dolaşımdaki nakit para ile net API'yi kapsamaktadır.

- Enflasyon üzerindeki etkiyi ölçmek için Tüketici Fiyat Endeksi (cpi) ve Üretici Fiyat Endeksi (ppi) kullanılmıştır. Kullanılan Tüfe ve Üfe endeksleri 2003 baz yılıdır.

- Benzer Şekilde büyümeye olan etkiyi ölçmek için Sanayi üretim endeksi (ipi) kullanılmıştır. Yapılan incelemede Seriyeye ADF testi uygulanmış, serinin düzey seviyesinde birim kök testi yapılmış ve serinin birim kök içerdiği ve durağan olmadığı tespit edilmiştir. Daha sonra serinin 1. Farkı alındığında durağan hale geldiği görülmüştür.

- Serilerin durağanlığının kontrol edilmesi için ADF ve Phillips-Perron testleri yapılmıştır.

### 5.2.2.1. Değişkenlerin Dickey-Fuller Test Sonuçları

	Değişkenler	Sabitsiz	Sabitli	Sabit+Trent
<b>mb</b>	Düzye Değeri	-1,9428* (0)** {0,0,9984}***	-2,8800* (0)** {0,6459}***	-3,4390* (0)** {0,1937}***
	Birinci Fark	-1,9429* (0)** {0,00}***	-2,8802 * (0)** {0,00}***	-3,4392* (0)** {0,00}***
<b>ipi</b>	Düzye Değeri	-1,9429* (2)** {0,9427}***	-2,8803* (2)** {0,8756}***	-3,4394* (2)** {0,0378}***
	Birinci Fark	-1,9429* (1)** {0,00}***	-2,8803* (1)** {0,00}***	-3,4394* (1)** {0,00}***
<b>cpi</b>	Düzye Değeri	-1,9429* (1)** {1,00}***	-2,8803* (2)** {1,00}***	-3,4394* (2)** {0,9965}***
	Birinci Fark	-1,9429* (2)** {0,0056}***	-2,8802* (0)** {0,00}***	-3,4394* (1)** {0,00}***
<b>ppi</b>	Düzye Değeri	-1,9429* (1)** {0,9999}***	-2,8803* (2)** {0,9999}***	-3,4394* (2)** {0,9798}***
	Birinci Fark	-1,9429* (0)** {0,00}***	-2,8802* (0)** {0,00}***	-3,4394* (1)** {0,00}***

Tablo 3: Değişkenlerin Dickey-Fuller Durağanlık Testi Sonuçları

Not: \* % 5 güven aralığındaki kritik değerdir. \*\* Serinin Schwarz bilgi kriterlerine göre belirlenmiş gecikme uzunluğudur. \*\*\* serinin olasılık değerleridir. Serilerde düzey

değerlerinde birim kök olduğu tespit edilmiş ve birinci farkları alınmıştır. Birinci farklar alındığında sanayi üretim endeksi üretici fiyat endeksi ve parasal tabanın sabitsiz, sabitli ve sabit+trendli modellerinde birim kökün kalktığı ve serilerin durağan hale geldiği görülmüştür. Birinci farkları alınması sonucunda tüketici fiyat endeksinin sabitsiz modelinde olasılık değeri 0,05'den büyük olduğu fakat t istatistik değeri % 5 anlamlılık seviyesindeki kritik değerden küçük olduğu için serinin durağan olduğu kabul edilmiştir.

### 5.2.2.2. Değişkenlerin Phillips-Perron Test Sonuçları

	Değişkenler	Sabitsiz	Sabitli	Sabit+Trent
<b>mb</b>	Düzye Değeri	-1,9428* (0)** {0,9984}***	-2,8800* (0)** {0,6459}***	-3,4390* (3)** {0,1495}***
	Birinci Fark	-1,9429* (4)** {0,00}***	-2,8802* (0)** {0,00}***	--3,4392* (0)** {0,00}***
<b>ipi</b>	Düzye Değeri	-1,9428* (27)** {0,9620}***	-2,8800* (16)** {0,8513}***	-3,4390* (0)** {0,0006}***
	Birinci Fark	-1,9429* (21)** {0,0000}***	-2,8802* (26)** {0,0000}***	-3,4392* (26)** {0,0000}***
<b>cpi</b>	Düzye Değeri	-1,9428* (2)** {1,00}***	-2,8800* (2)** {1,00}***	-3,4390* (2)** {0,9971}***
	Birinci Fark	-1,9429* (5)** {0,00}***	-2,8802* (2)** {0,00}***	-3,4392* (6)** {0,00}***
<b>ppi</b>	Düzye Değeri	-1,9428* (5)** {1,00}***	-2,8800* (4)** {0,9998}***	-3,4390* (4)** {0,9907}***
	Birinci Fark	-1,9429* (4)** {0,00}***	-2,8802* (1)** {0,00}***	-3,4392* (2)** {0,00}***

Tablo 4: Değişkenlerin Phillips-Perron Durağanlık Testi Sonuçları

Not: \* % 5 güven aralığındaki kritik değerdir. \*\* Serinin Bandwidth genişliği değeridir. \*\*\* Serinin olasılık değerleridir. Dickey-Fuller testine benzer olarak serilerin düzey değerlerinde birim köke rastlanmış ve bu sebeple 1. farkları alınmıştır. Bunun neticesinde serileri tamamında birim kökün kalktığı ve serilerin durağan hale geldiği görülmüştür.

Seriler için mevsimsellik testi yapılmış ve logaritması alınan serilerde mevsimselliğin olmadığı tespit edilmiştir.

### 5.2.2.3. SVAR Analizi

SVAR modeli VAR modelinin tahmin sonuçlarındaki değişkenlerin sıralanmasından kaynaklanan aksaklıkların giderilmesi amacıyla Sims (1986) ve Bernanke (1986) tarafında geliştirilmiş bir modeldir. Bernanke ve Sims'in üzerinde durdukları asıl konu sistemdeki hata terimlerinin ayırt edilmesidir. VAR modelinde sisteme uygulanan kısıtlar sabit olarak alınır. SVAR modelinde VAR modelinin aksine sisteme bir iktisat teorisine dayanan kısıtlar uygulanmaktadır. SVAR analizi VAR analizinde olduğu gibi katsayıları belirlemeyip dışsal şoklar olarak isimlendirilen hataları ile ilgilenir. SVAR modelinde değişken dinamiklerinde kısıtlamalar önceden konur ve diğerleri dışsal şok olarak kabul edilir(Şengönül vd, 2008:72).

#### 5.2.2.3.1. Uzun Dönem Kısıt Matrisi

	<b>Lnmb</b>	<b>Lnipi</b>	<b>Lncpi</b>	<b>Inppi</b>
<b>Lnmb</b>	C(1)	0	0	0
<b>Lnipi</b>	C(2)	C(5)	0	0
<b>Lncpi</b>	C(3)	C(6)	C(8)	0
<b>Lnppi</b>	C(4)	C(7)	C(9)	C(10)

Tablo 5:SVAR Modeli Uzun Dönem Kısıt Matrisi

Uzun dönem kısıt matrisine göre sisteme uygulanan yapısal şoklar;

Şok 1: Para politikası şokunu

Şok 2: Büyüme şokunu

Şok 3: Talep şokunu

Şok 4: Arz şokunu göstermektedir.

Var analizinden sonra SVAR analizi yapılmış ve SVAR modeli çarpan matrisi sonuçları elde edilmiştir.



### 5.2.2.3.2. Uzun Dönem Çarpan Matrisi

	Katsayı	Olasılık
C(1)	0.102611	0.0000*
C(2)	-0.001277	0.5481***
C(3)	-0.003550	0.0000*
C(4)	-0.003374	0.0516***
C(5)	0.026020	0.0000*
C(6)	-0.000288	0.7290***
C(7)	0.003437	0.0446**
C(8)	0.010163	0.0000*
C(9)	0.019387	0.0000*
C(10)	0.007581	0.0000*

Tablo 6: SVAR Modeli Uzun Dönem Çarpan Matrisi

\*,\*\*,\*\*\*, ifadeleri sırasıyla %1, %5 ve %10 anlam seviyelerinde alternatif hipotezin kabul edildiğini göstermektedir. C(1), C(3), C(5), C(8), C(9), C(10), ( $p < 0,01$ ) çok önemli bir ilişki bulunmuştur. C(7) değişkeni için ( $0,01 < p > 0,05$ ) önemli bir ilişki bulunmuştur. C(2), C(4) ve C(6) değişkenleri için ( $p > 0,05$ ) önemli bir ilişki bulunamamıştır.

Matrisin satırları değişkenleri, sütunları ise şokların değişkenler üzerinde yarattığı etkileri gösterir. Çarpan matrisindeki katsayılar ise şu şekilde ifade edilmektedir.

C(1) : Parasal tabana kendisi üzerindeki etkisini

C(2): Büyümenin parasal taban üzerindeki etkisini

C(3): Tüketici fiyat endeksinin parasal taban üzerindeki etkisini

C(4): Üretici fiyat endeksinin parasal taban üzerindeki etkisini

C(5): Büyümenin kendi verisi üzerindeki etkisini

C(6): Tüketici fiyat endeksinin büyüme üzerindeki etkisini

C(7): Üretici fiyat endeksinin büyüme üzerindeki etkisini

C(8): Tüketici fiyatlarının kendi verisi üzerindeki etkisini

C(9): Tüketici fiyatlarının üretici fiyatları üzerindeki etkisini

C(10): Üretici fiyatlarının kendi verisi üzerindeki etkisini

ölçmektedir.

Uzun dönem çarpan matrisinin katsayıların işaretleri ve anlamlılıkları şokların etkisi hakkında fikir vermektedir. Katsayıların anlamları incelendiğinde C (1), C (3), C (5), C (7), C (8), C (9), C (10), katsayılarının istatistiki olarak anlamlı oldukları fakat C (2), C(4) ve C(6) katsayılarının istatistiki olarak anlamlı olmadıkları görülmüştür.

Uzun dönem çarpan matrisinden elde edilen katsayılara göre, C(1) katsayısının anlamı parasal tabandaki % 1'lik bir artış çarpan mekanizması vasıtasıyla tekrar parasal tabanda % 10'luk bir artışa neden olmuştur. Öte yandan parasal tabandaki artışın en önemli sebebi para arzının artmasıdır. Para arzındaki artışların krediler vasıtasıyla ekonomiyi etkilemesi para arzının içselliği-dışsallığı tartışması ile çözülmeye çalışılmaktadır. Para arzının piyasa güçleri tarafından değil de merkez bankası tarafından belirlendiğini, ekonomi açısından dışsal olduğunu savunan Monetaristlerin yanı sıra Klasikler, Neo-Klasikler, Yeni Klasikler ve Yeni Keynesyenlerde para arzının dışsal olduğunu savunmaktadır. Para arzının içsel olduğunu savunanlar arasında A.Smith, D. Ricardo, K. Marx, K. Wicksell, J. M. Keynes ve J. A. Schumpeter gibi iktisatçılar ve Post Keynesyenler bulunmaktadır(Kofuoğlu,2018:139). Post Keynesyenlere göre, para arzı merkez bankası, ticari bankalar ve firmalar arasındaki ilişki ile belirlenir. Post Keynesyen iktisadın para arzı ile ilgili düşünceleri para arzının tamamının para otoritesi tarafından belirlenmediği ve paranın ortaya çıkmasında kredi piyasasının da önemli olduğudur. Para arzının belirlenmesinde merkez bankalarının, rezerv yönetimi vasıtasıyla kredi genişlemesini etkilediği durum ise Yapısalcı İçsellik Yaklaşımı olarak ifade edilir. Buna

göre, para otoritesi para arzını etkilemek amacıyla faiz oranlarını, rezerv borçlanmalarının zorlaştırmasını ve açık piyasa işlemlerini kullanabilir. Bu konuda yapılan çalışmalarda çoğunlukla para arzının içsel olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Işık vd.(2018) 13 Avrupa Birliği ülkesi üzerine, Köksel (2016), Yurtkur (2019), Yılmaz vd. (2015), Demirgil (2020), Türkiye ekonomisi üzerine yaptıkları çalışmalarda para arzının içsel olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Kofuoğlu (2018)'da Türkiye ekonomisi için yaptığı çalışmada 2006-2018 yılları arasında para arzının içsel olmadığı sonucuna ulaşmıştır.

C(2) katsayısına göre, parasal tabandaki artış büyümeyi %1 oranında azaltmaktadır. Fakat elde edilen katsayı istatistiki olarak anlamlı değildir.

C(3), C(4) katsayıları ile sırasıyla tüketici fiyatları ile üretici fiyatlarının parasal taban arasındaki ilişki ayrı ayrı incelenmiş fakat etkinin yönü ve şiddeti benzer çıkmıştır. Bu sebeple değişkenler arasındaki ilişki birlikte değerlendirilmiştir. Tüketici fiyatları % 1 arttığı zaman parasal taban % 3,5 azalır. Benzer şekilde, üretici fiyatları %1 arttığı zaman da parasal taban % 3,3 azalmıştır. Enflasyon oranları ile para arzı arasındaki negatif ilişki, para arzı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi miktar teorisi ile açıklayan klasik görüşün aksi yönündedir. Klasik iktisatçılara göre, para miktarındaki artışın enflasyona neden olduğu görüşü miktar teorisinde paranın dolaşım hızı ve üretim miktarının sabit olduğu görüşüne dayanır. Monetarist görüşe göre ise paranın dolaşım hızı sabit değildir fakat istikrarlıdır. Monetaristler dışsal olarak merkez bankası tarafından belirlendiğini kabul ederler fakat merkez bankalarının yüksek güçlü para üzerindeki kontrolleri ile para arzını kontrol ettiklerine inanırlar. Bu durumda Friedman (1989)'a göre para arzı kontrol edilebilirlik anlamında dışsaldır. Monetaristlerin para arzını ekonomik işleyişten bağımsız, sadece merkez bankaları tarafından belirlenen bir araç olarak görmesine tepki olarak para arzının ekonomide nasıl oluştuğu ve reel ekonomik büyüklükler ile para arzı ilişkisi araştırılmaya başlanmıştır. İçsel para arzı başlığı altında isimlendirilen bu araştırmaların temeli Robinson (1933) ve Kaldor'un (1970) çalışmalarına dayanır. Ekonomideki para arzının kredi talebine göre arttığını, bunun da üretimi etkileyen değişkenler tarafından belirlendiğini ifade eden kuram içsel para arzı olarak tanımlanmaktadır(Yurtkur.2019:133). Post Keynesyenlerin bu görüşlerine, katılan yapısalci iktisatçılar para otoritesinin piyasaya müdahale ettiğine inanırlar. Bu müdahalelerin ödünç alınan rezervlere faiz oranını belirlemesi, bankaların rezerv

borçlanmalarının caydırılması ve piyasada oluşan oranlara müdahale edilmesi amacıyla açık piyasa işlemlerinin kullanılması yoluyla olduğuna inanırlar. Ayrıca, yapısalcılara göre gelişmekte olan ülkeler ile az gelişmiş ülkelerin ekonomik özellikleri ve sorunlarının gelişmiş ülkelerinkinden farklı olduğundan, gelişmiş ülkeler için kurulan modeller gelişmekte olan ülkeler için geçerli olmayacaktır. Kaldor (1983), Moore (1983), King (1994), Cukrowski (2009), Nayan vd (2013) yaptıkları çalışmalarda para arzının içsel olduğu sonucuna varmışlardır.

Parasal taban ile enflasyon arasındaki ilişki ise çoğunlukla para arzının ve enflasyona etkisi üzerine yapılan çalışmalardan oluşmuştur. Bu çalışmalarda farklı sonuçlar elde edilmiştir. Bir kısım çalışmada enflasyon ile para arzı arasında pozitif ilişki bulunmuştur. Örneğin; Terzi (2004) Altıntaş ve arkadaşları (2008), İpek ve Akar (2016), Kurnaz (2009), Cesur (2006), çalışmaları böyledir. Bu çalışmada elde edilen sonuçlara göre para arzı ile enflasyon arasındaki pozitif ilişki bulunamamıştır. Bunun anlamı para arzı artışının enflasyona neden olmadığı veya enflasyonun para arzı dışındaki sebeplerden kaynaklandığıdır. Bu durum yapısalcı görüş ile tutarlıdır. Bu duruma yapılan diğer çalışmalarda da rastlanmıştır. Örneğin, Çatalbaş (2007), Berber ve Artan (2004), Sabade (2014), Yılmaz (2015), Şahin ve Karanfil (2015) ise para arzı ile enflasyon arasında ilişki olmadığını savunurlar. Bağcı (2021) ise dönemsel olarak para arzı ile enflasyon arasında negatif ilişkiler tespit etmiştir. Para arzı artışlarının bir kısım enflasyona neden olduğu kabul edilse bile para arzındaki azalmaların enflasyonu düşürmediği, hatta bu durumun para politikasındaki gecikme etkisinin dikkate alındığında dahi değişmediğini söylemişlerdir. Bir kısım çalışmalarda ise, para arzı ile enflasyon arasında negatif ilişki bulunmuştur. Tüzün (2007), Korkmaz (2017) da, enflasyon ile para arzı arasında negatif ilişki tespit edilmiştir.

C(5) katsayısı büyümenin kendisine etkisini incelemektedir. Buna göre büyümedeki %1'lik artışın kendisine katkısı bir sonraki dönemde büyümeyi %2,26 artırmıştır. Krizden sonra alınan tedbirler kapsamında uygulanan niceliksel genişleme politikaları gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ekonomilerinde farklı etkiler doğurmuştur. Kriz sonrasında, 2010 yılından itibaren gelişmekte olan ülkeler daha yüksek büyüme oranlarına ulaşmışlardır. Fidan ve Fırat (2020), Yıldırım (2010), Kaderli ve Küçükkaya (2012), Engin ve Göllüce (2016), Karakurt (2016) çalışmalarında Türkiye'nin de içinde

bulunduğu gelişmekte olan ülkelerin ve BRICS ülkelerinin krizin ilk etkisinden sonra görece daha fazla büyüme elde ettikleri sonucuna varmışlardır. Niceliksel genişleme politikalarının neticesinde oluşan fonların gelişmekte olan ülkelere ulaşması finans piyasası üzerinden gerçekleşmiştir. Bu durum piyasalarda finansal gelişmeye neden olmuştur. Finansal gelişmenin belirleyicileri arasında para arzı ve kredilerdeki artışlar önemli yer tutar. İnceleme dönemimizde para arzı (M2) yaklaşık 7,5 kat, bankaların kredi hacmi ise aylık bazda yaklaşık 14 kat artmıştır. Her iki duruma da daha önce yapılan çalışmalarda rastlamak mümkündür. Kredi hacmi ile ekonomik büyüme arasındaki ilişkinin temeli Schumpeter ile başlamıştır. Schumpeter (1912), finansal araçların fonlarını, yenilikleri içeren projelere aktararak ekonomik büyümede bir artış olacağını ifade etmiştir. Schumpeter'in bu ifadesiyle, iyi işleyen bir finansal sistem, ekonomideki tasarruf ve yatırımları arttırdığı ve girişimcileri yenilik sürecine teşvik ettiği için ekonomik büyümeyi arttırdığı sonucuna ulaşılmaktadır. Daha sonra Gurley & Shaw (1955), Schumpeter'in görüşlerine finansal gelişme sürecini eklemiştir (Kamacı vd., 2017:401). McKinnon (1973) ve Shaw (1973) yaptıkları çalışmada finansal serbestleşmenin ekonomi üzerinde olumlu etki yaptığını ortaya koymuşlardır. (King ve Levine (1993), Shan ve Jianhong (2006)'da finansal gelişme ve ekonomi arasında çift yönlü nedensellik bulmuşlardır. Weller (2001) ise 27 ülke ekonomisi üzerine yaptığı analizler sonucunda finansal genişlemenin döviz ve bankacılık krizlerine neden olduğuna dair güçlü kanıtlar bulduğunu ve finansal genişlemenin büyümeye katkısının az olduğunu göstermiştir (Korkmaz vd, 2010:2823). Gökdeniz (2003), Wang (2007), Artan (2007) çalışmalarında da finansal gelişmenin büyümeye katkı sağladığı sonucuna ulaşılmıştır.

C(7) büyüme ile üretici fiyatları arasındaki ilişkiyi açıklamaktadır. Buna göre üretici fiyatlarının % 3,4 artması büyümeyi %1 arttırmaktadır. Phillips eğrisine göre, enflasyon ile büyüme arasında pozitif bir ilişki vardır. Enflasyon ve işsizlik arasındaki ters yönlü bağlantı gereği enflasyonun artması istihdamı arttıracak ve büyümeye katkı sağlayacaktır. Tobin'e göre ise enflasyonun cari tasarrufu, yatırımı ve büyümeyi arttırdığını ama bireylerin servetlerini azalttığı bir model önermektedir. Tobin'in modelinde bireyler başlangıçtaki servet seviyelerine ulaşmak için tasarrufları arttırmak zorunda kalacaklardır. Tasarrufların artması faizlerin düşmesine ve yatırımların artmasına neden olacağı için büyüme gerçekleşecektir. Enflasyonun büyümeye yapacağı katkının pozitif olacağını iddia eden bir diğer görüş ise yapısalcılarındır. Finansal

sistemin gelişmediği ülkelerde devletler merkez bankası ya da hazine kaynaklarını kullanarak enflasyon vergisi elde edebilir. Eğer bu vergi gelirleri yatırım harcamalarına kullanılırsa büyümeye pozitif katkı sağlayacaktır. Yapısalcılar enflasyonun zorunlu tasarruflar sayesinde büyüme için faydalı olabileceğini öngörmüşlerdir(Çetintaş, 2003:142). Teorideki bu görüşlere rağmen yapılan çalışmaların bir kısmında enflasyon ile büyüme arasında özellikle enflasyonun eşik değerinin altında olduğu durumlarda pozitif ilişki tespit edilirken, bir kısım çalışmada ise negatif ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Mallik ve Chowdhury (2001), Şen vd. (2016), Nell (2000), Benhabib ve Spiegel (2006) Asandului ve Lupu (2015)yaptıkları çalışmalarda büyüme ile enflasyon arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Fischer (1993) Motley (1998), Artan (2006), Karaca (2003) ise yaptıkları çalışmalarda negatif ilişki olduğu sonucuna varmıştır.

C(8), C(9), C(10), enflasyonla ilgili katsayılarıdır. C(8)'e katsayısına göre tüketici fiyatlarındaki %1'lik artma tüketici fiyatlarının aynı oranda yükselmesine sebep olmuştur. Enflasyon nedenleri ve sonuçları açısından iktisatçılar arasında görüş birliği bulunmaması bilinen bir durumdur. Yine de enflasyon konusundaki görüşler iki ana grupta toplanabilir. Birinci grubu Paracı ve Keynesci düşünceler oluştururken, ikinci grubu yapısalcı düşünce oluşturmaktadır. Keynes'e göre; fiyatların artmasına neden olan enflasyonist açık tam istihdamın ötesinde efektif talebin toplam arzı aşan kısmıdır. Para miktarı dışında efektif talebi arttıran diğer unsurlar da enflasyona neden olabilir(İslatince, 2017:44). Öncülüğünü Friedman'ın yaptığı Monetarist görüşe göre; ekonomideki istikrarsızlıkların birçoğu parasal kökenlidir. Para arzındaki büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında kesin olmamakla birlikte bir ilişki bulunmaktadır. Nominal gelir ve büyüme oranındaki artış ilk olarak etkisini üretim üzerinde gösterir. Bu daha sonra fiyatlara yansır. Monetaristlerin Klasiklerden farkı, paranın dolaşım hızının sabit olmadığını, aksine bazı değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonu olduğunu ileri sürmeleridir(Aktan,2010:170). Monetaristler para arzındaki değişmelerin para talebinden bağımsız olarak para otoritesi tarafından belirlendiğini ve para otoritesinin bu durumu sıklıkla kullanarak para artış hızını değiştirmesinden dolayı istikrarsızlığa neden olduğunu kabul ederler. Enflasyonu önlemek için para arzı ekonomideki gelişmelere orantılı olarak kademeli bir şekilde arttırılmalıdır(Aktan,2010:171). Böylece fiyat artışlarının önüne geçilmiş olur. Enflasyonun sebeplerini ekonomik ve toplumsal yapıya bağlayan yapısalcılar ekonomik büyüme sürecinde, piyasadaki aksaklıkların arz-talep

dengesizliklerine ve fiyat artışlarına neden olduğunu belirtmektedirler. Yapısalcı yaklaşıma göre az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyonun sebebi parasal nedenler değil, yapısal sorunlardır. Yapısal sorunlardan kaynaklanan parasal genişleme enflasyonun sebebi değil sonucudur(Çatalbaş,2007:199). Tüm bu sebeplerden dolayı özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde monetarist politikaların başarılı olması oldukça zordur.

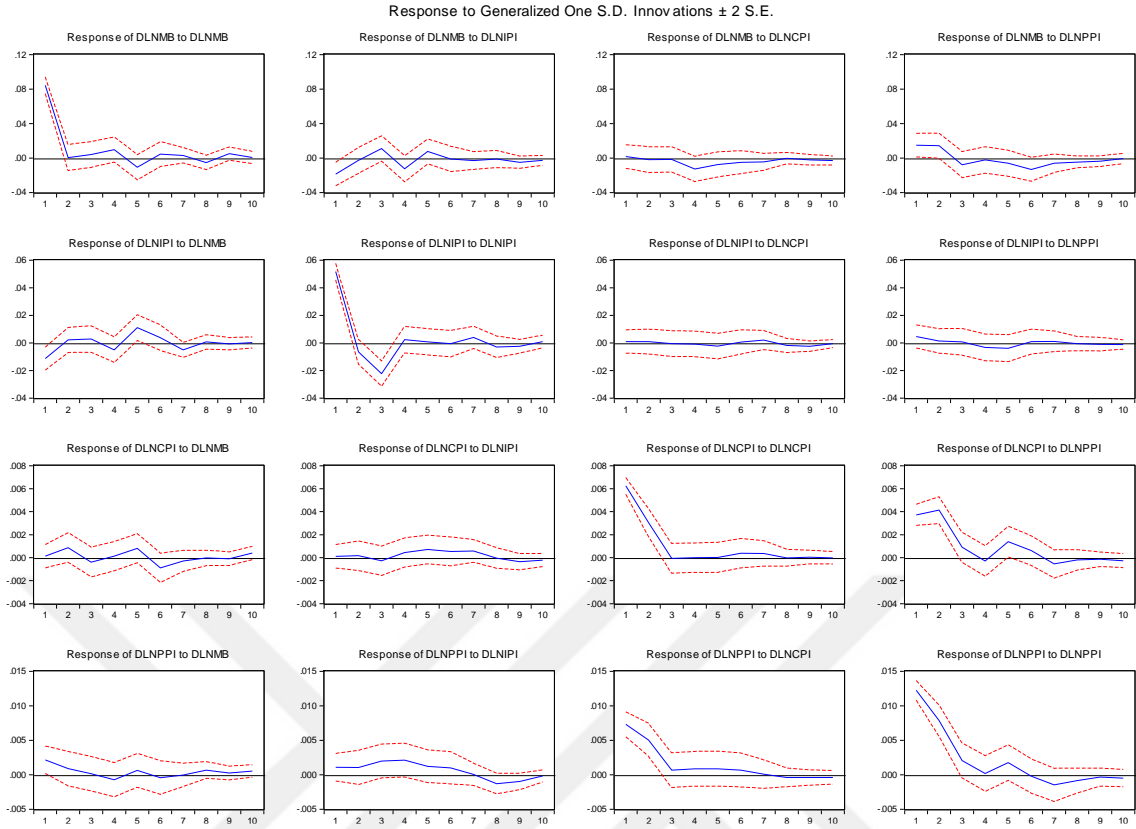
Enflasyonla ilgili yapılan çalışmalarda enflasyonu etkileyen değişkenlerin etkileri ölçülmeye çalışılmıştır. Bir kısım çalışmada ise endekslere olan etkiler incelenmiştir. Tüketici ve üretici fiyatları arasındaki nedensellik ilişkisi araştırılmıştır. Bu ilişki üç farklı şekilde ortaya çıkabilir. Endeksler arasında çift yönlü nedenselliğe rastlanan çalışmaların yanında, tek taraflı nedenselliğin tespit edildiği çalışmalar da mevcuttur. Colclough ve Lange (1982), Abdioğlu ve Korkmaz (2012), Tiwari (2014), Yıldırım (2015), Terzi ve Tütüncü (2017), Woo (2019)Çift yönlü nedensellik olduğunu tespit etmişlerdir. Caporale (2002), Ghazali vd. (2008), Saraç ve Karagöz (2010), Taban ve Şengür (2016), Saatçioğlu ve Karaca(2017), Su vd. (2016), Çelik (2021), Üfe'den Tüfe'ye doğru nedensellik olduğunu, Ülke ve Ergun (2014), Zortuk (2015), Öner (2018), Tekin (2019), Tüfe'den Üfe'ye doğru nedensellik olduğu sonucuna varmışlardır.

Tüketici fiyatlarındaki % 1'lik artış büyümeyi % 0,2 azaltır. Büyümedeki % 1'lik artış üretici fiyatlarını % 3.4 artırır. Tüketici fiyatlarındaki %1'lik artış kendisini aynı oranda artırır. Tüketici fiyatlarındaki %1'lik artış üretici fiyatların % 1,9 artışa neden olur. Üretici fiyatlarında % 1'lik artış kendisinde % 7'lik bir artışa neden olur.

SVAR modelleri sonuçlarının yorumlanmasında kullanılan bir başka yöntem ise SVAR modeline ait etki tepki fonksiyonları ve varyans ayrıştırmasıdır. Varyans ayrıştırmasında bir değişkenin üzerindeki en etkili değişken tespiti yapılırken, etkili olarak bulunan değişkenin politika aracı olarak kullanılabilirliği ise etki tepki fonksiyonları ile belirlenmektedir(Şengönül, 2018:73).

#### **5.2.2.3.3. SVAR Modeli Etki Tepki Grafikleri**

Değişkenler arasındaki ilişkiler etki tepki grafiklerinin yardımıyla incelenebilir. Etki tepki fonksiyonu, bir değişkende meydana gelen bir standart sapmalı şoka karşılık, diğer değişkenlerin nasıl tepki vereceğini göstermektedir.



Şekil 4:SVAR Modeli Etki Tepki Fonksiyonları

Etki tepki fonksiyonları, değişkenlerin sıralamasının önemli olmadığı Generalized Impulse yöntemi kullanılarak elde edilmiştir. Buna göre, MB'ye verilen şoka karşılık MB tepkisi olumludur ve yaklaşık 4 dönem sürdükten sonra pozitif ve negatif dalgalanma göstermiş ve etkisini kaybetmiştir. IPI'de meydana gelen bir birimlik şokun MB'ye etkisi ise ilk önce negatif sonra pozitif olarak gerçekleşmiş ve altıncı dönemden sonra etkisini kaybetmiştir. CPI'de meydana gelen şokun MB'ye etkisi gecikmeli olarak üçüncü dönemde başlamış ve azalarak negatif olarak devam etmiştir. PPI'de meydana gelen bir birimlik şokun MB'ye etkisi ilk önce pozitif sonra negatif olarak gerçekleşmiş ve sekizinci dönemde etkisini kaybetmiştir. Parasal tabandaki artışın enflasyonda pozitif etki ortaya çıkarmaması yaptığımız araştırmada miktar teorisinin geçerli olmadığı yapısalcı görüşün geçerli olduğunu, tufe ve üfenin para arzı dışındaki sebeplerden etkilendiğini göstermektedir. Ayrıca elde edilen sonuçlar varyans ayrıştırması ile tutarlıdır. Varyans ayrıştırmasına göre MB'yi en fazla etkileyen değişkenin üretici fiyatları olduğu görülmüştür.



İkinci satırda IPI'ye verilen bir şok karşılık IPI'nin ve MB'nin tepkisi önemli iken diğer iki değişkenin tepkisi önemsizdir. IPI'ye verilen şoka IPI'nin tepkisi pozitif yönlüdür. Bu şok etkisi başlangıçta pozitif olarak iki dönem gerçekleşmiş daha sonraki iki dönem negatif etki göstermiş ve tekrar pozitif etkisini kaybetmiştir. MB'deki bir birimlik şokun IPI'ye etkisi negatif olarak başlamış ve daha sonra pozitif etki sekizinci dönemde etkisini kaybetmiştir. Bu durumun finansal krizden sonra başlatılan niceliksel genişleme programları sebebiyle artan sermaye akımlarının etkisiyle gerçekleştiği düşünülmektedir. Varyans ayrıştırması sonuçlarına göre de IPI'yi en fazla etkileyen değişkenin MB'olduğu belirlenmiştir.

Üçüncü satırda CPI'ye verilen bir şoka karşılık CPI'nin verdiği tepki önemlidir. CPI'deki şokun kendisine tepkisi pozitif yönlüdür ve üç dönem sonra etkisini kaybetmiştir. MB ve IPI'nin tepkileri negatif yönlüdür. CPI'deki artış MB ve IPI'yi azaltmaktadır. PPI'deki artış ise ilk altı ay pozitif olarak gerçekleşmiş ve daha sonra negatife dönmüştür. Tüketici fiyatları üzerinde en çok etki gösteren üretici fiyatlarıdır. Bu durum tüketici fiyatlarında maliyet enflasyonunun etkili olduğunu kabul eden yeni keynesyen görüş ile paralelidir. Yapılan varyans ayrıştırmasına göre CPI'yi en fazla etkileyen değişken PPI'dir.

Son satırdaki CPI'de bir birimlik şokun PPI üzerindeki etkisi pozitif olarak yedi dönem devam etmiş ve daha sonra etkisini kaybetmiştir. Tüketici fiyatlarının üretici fiyatlarının etkilemesi ise yeni klasik görüşün kabul ettiği talep enflasyonunun varlığını göstermektedir. Enflasyon değişkenleri arasında çift yönlü nedensellik olduğu tesbit edilmiştir. PPI'ye verilen bir şokun PPI'ye etkisinde altı dönem süresince pozitif olarak gerçekleşmiştir. IPI'ye verilen bir birimlik şokun PPI'yi üzerindeki etkisi pozitif olmuş ve yedi dönem sonunda negatif etkiye dönüşmüştür. Bu etkinin fiyat artışlarından nominal bir etki olduğu düşünülmektedir. MB'ye verilen bir birimlik şokun PPI üzerindeki etkisi pozitif olmuş ve iki dönem sürdükten sonra etkisini kaybetmiştir.

#### **5.2.2.3.4. SVAR Modelinin Varyans Ayrıştırması**

Etki tepki fonksiyonunun analizinden sonra, değişkenlerin her birinde yaşanan şokun ne kadarının diğer değişkenlerden kaynaklandığını yüzde olarak bir varyans ayrıştırması yapılmış ve aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

	<b>S.E.</b>	<b>DLNMB</b>	<b>DLNIPI</b>	<b>DLNCPI</b>	<b>DLNPPI</b>
<b>1</b>	0.084341	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
<b>2</b>	0.086766	94.49209	0.101732	0.045563	5.360618
<b>3</b>	0.088477	91.08014	1.986097	0.092937	6.840825
<b>4</b>	0.090783	87.66491	3.285727	2.057885	6.991477
<b>5</b>	0.091874	86.96344	3.542774	2.660370	6.833419
<b>6</b>	0.093219	84.71230	3.441987	2.871399	8.974317
<b>7</b>	0.093528	84.25796	3.485965	3.084511	9.171563
<b>8</b>	0.093811	84.06417	3.535162	3.066057	9.334614
<b>9</b>	0.094122	83.79154	3.688757	3.098736	9.420963
<b>10</b>	0.094224	83.61284	3.767234	3.186167	9.433754

Tablo 7: SVAR Modeli Parasal Taban Varyans Ayrıştırması

Elde edilen sonuçlara göre, birinci dönemde MB'deki değişimin % 100'ü kendisinden kaynaklanmaktadır. Onuncu döneme gelindiğinde ise MB'deki değişimin %83,612 kendisinden kaynaklanmakta iken, % 3,767'si IPI'den, %3,186'sı CPI'den ve %9,433'ü ise PPI'den kaynaklanmaktadır. Bu sonuçlara göre MB'deki değişimin en önde gelen sebebi PPI'dir. Bu durum iki değişken arasından ortaya çıkan nedensellik ilişkisini de açıklamaktadır. Parasal tabanın üretici fiyatlarından etkilenmesinin maliyet enflasyonunun bir sonucu olduğu düşünülmektedir.

	<b>S.E.</b>	<b>DLNMB</b>	<b>DLNIPI</b>	<b>DLNCPI</b>	<b>DLNPPI</b>
<b>1</b>	0.051696	4.874436	95.12556	0.000000	0.000000
<b>2</b>	0.052148	4.955386	94.92021	0.035368	0.089036
<b>3</b>	0.056939	4.398942	94.96466	0.030011	0.606387
<b>4</b>	0.057242	5.127938	94.00734	0.046760	0.817966
<b>5</b>	0.058756	8.393661	89.52643	0.255915	1.823999
<b>6</b>	0.058876	8.756664	89.16234	0.264072	1.816926
<b>7</b>	0.059211	9.411546	88.40120	0.384598	1.802656
<b>8</b>	0.059321	9.389694	88.30276	0.480376	1.827175
<b>9</b>	0.059446	9.362225	88.14584	0.635372	1.856566
<b>10</b>	0.059474	9.354661	88.09301	0.642572	1.909755

Tablo 8: SVAR Modeli Sanayi Üretim Endeksi Varyans Ayrıştırması

Sanayi üretim endeksinin varyans ayrıştırması sonuçlarına bakıldığında, birinci dönemde IPI'deki değişikliğin % 95,125'i kendisinden kaynaklanmakta iken % 4,874 MB'den kaynaklanmaktadır. Birinci dönemde CPI'nin ve PPI'nin IPI'ye etkisi görünmemiştir. Son dönemde ise IPI'deki değişikliğin % 88,093 kendisinden kaynaklanmakta iken % 9,354'ü MB'den, % 0,642'si CPI'den ve %1,909'uda PPI'den kaynaklanmaktadır. Büyümedeki artışın kendisinden sonra en çok parasal tabandan etkilenmesi inceleme dönemimizde paranın yansız olmadığı ve parasal tabandaki artışların büyümeye katkı sağladığını göstermiştir.

	<b>S.E.</b>	<b>DLNMB</b>	<b>DLNIPI</b>	<b>DLNCPI</b>	<b>DLNPPI</b>
<b>1</b>	0.006239	0.038808	0.052116	99.90908	0.000000
<b>2</b>	0.007521	1.376641	0.270847	84.86300	13.48951
<b>3</b>	0.007661	1.592100	0.499296	81.80860	16.10000
<b>4</b>	0.007692	1.604563	0.895344	81.13836	16.36174
<b>5</b>	0.007924	2.578640	2.160974	76.45428	18.80610
<b>6</b>	0.008017	3.773981	2.302577	74.93614	18.98731
<b>7</b>	0.008110	3.813670	2.663035	73.43039	20.09291
<b>8</b>	0.008113	3.811799	2.664609	73.37227	20.15132
<b>9</b>	0.008124	3.814533	2.883857	73.17518	20.12643
<b>10</b>	0.008145	4.035236	2.892000	72.80800	20.26476

Tablo 9: SVAR Modeli Tüketici Fiyat Endeksi

Tüketici Fiyat Endeksinin varyans ayrıştırması sonuçlarına göre, birinci dönemde %99,909'u kendisinden kaynaklanmakta iken % 0,038'i MB'den, % 0,052'si IPI'den kaynaklanmaktadır. Son dönemde ise CPI'deki değişimin % 72,808'i kendisinden kaynaklanmakta iken % 20,264'ü PPI'den, %4,035'i MB'den ve % 2,892'i ise IPI'den kaynaklanmaktadır. Elde ettiğimiz verilere göre CPI üzerindeki PPI etkisinin maliyet eflasyonundan kaynaklandığı düşünülmektedir. Dönemde bu etkinin artması üretici fiyatlarında meydana gelen artışların bir süre sonra tüketici fiyatlarında artışa sebep olduğunu göstermektedir.

	<b>S.E.</b>	<b>DLNMB</b>	<b>DLNIPI</b>	<b>DLNCPI</b>	<b>DLNPPI</b>
<b>1</b>	0.012250	3.105305	1.712614	34.81665	60.36543
<b>2</b>	0.014572	2.554562	1.980511	36.29913	59.16579
<b>3</b>	0.014842	2.470161	3.843018	35.16172	58.52510
<b>4</b>	0.015027	2.641389	5.534335	34.59101	57.23327
<b>5</b>	0.015178	2.760977	6.255603	34.19842	56.78500
<b>6</b>	0.015248	2.812760	6.559873	34.06990	56.55747
<b>7</b>	0.015375	2.767069	6.453485	33.51369	57.26575
<b>8</b>	0.015460	2.927038	6.979381	33.20582	56.88776
<b>9</b>	0.015497	2.938439	7.330738	33.11266	56.61817
<b>10</b>	0.015518	3.051649	7.311590	33.08966	56.54710

Tablo 10: SVAR Modeli Üretici Fiyat Endeksi Varyans Ayrıştırması

Üretici Fiyat Endeksinin varyans ayrıştırması ise şu sonuçları vermektedir. İlk dönemde % PPI'deki değişikliklerden % 60,365'i kendisinden, % 34,816'sı CPI'den, %3,105'i MB'den ve %1,712'si ise IPI'den kaynaklanmaktadır. PPI'nin son döneminde ise değişikliğinin %56,547'si kendisinden, % 33,089'u CPI'den, %3,051'i MB'den ve % 7,311'i IPI'den kaynaklanmaktadır. PPI'deki artışı içinde en büyük payı CPI'nin alması iki değişken arasındaki güçlü nedensellik ilişkisinin ve talep enflasyonu göstermektedir. PPI ile CPI arasındaki karşılıklı etkiler kıyaslandığında talep enflasyonunu daha güçlü olduğu söylenebilir.

Yapılan VAR analizine göre, parasal tabanda meydana gelen değişimde büyümenin payının düşük iken büyümede meydana gelen değişimde parasal tabanın rolü daha fazla olduğu görülmektedir. İnceleme dönemimizin başlangıcında yaklaşık olarak 19 milyar TL olan parasal taban miktarı dönemin sonunda yaklaşık olarak 452 milyar TL'ye çıkmıştır. Bu artışta büyümenin payının %3,76 altında kalması parasal tabandaki artışın büyümeden kaynaklanmadığını, fakat büyümede artışın % 9,354 parasal tabandaki artıştan kaynaklandığı görülmektedir. Elde edilen bu sonuçlar bu konu ile ilgili diğer

çalışmalar ile tutarlıdır. Örneğin, Işık ve Bilgin'e (2016) göre, kriz sonrasında, kredilerdeki büyüme ile ekonomik büyüme arasında bir nedensellik ilişkisi olduğunu buna karşılık ekonomik büyüme ile para arzı arasında bir nedensellik ilişkisi olmadığını tespit etmişlerdir. Okşak ve Özen (2020) de yaptıkları çalışma sonucunda parasal taban ve ekonomik büyüme arasında uzun dönemde eş-bütünleşme ilişkisi olduğunu fakat nedensellik olmadığını finansal kalkınmanın büyümeye olumlu katkı sağladığını göstermişlerdir.

Parasal tabanla fiyatlar arasındaki ilişki incelendiğinde elde edilen sonuçlara göre, parasal tabanda ortaya çıkan değişiklikte tüketici fiyat endeksinden çok üretici fiyat endeksinin etkisi görülmektedir. Üretici fiyat endeksindeki ortaya çıkan değişiklikte de parasal taban etkisinin birbirine yakın olması ikisi arasındaki etkinin çift yönlü olduğunu ileri süren yapısalci görüşle örtüşmektedir.

## SONUÇ

Merkez Bankalarının 2000’li yıllardan sonra uyguladığı para politikalarının hedefi fiyat istikrarıydı. Fiyat istikrarının sağlanması için de enflasyon hedeflemesi kullanılıyordu. Enflasyon hedeflemesinde kullanılan en önemli araç ise politika faiziydi. Fiyatların arttığı dönemlerde faiz oranı arttırılarak, ekonominin canlandırılması gerektiğinde ise faiz oranı düşürülerek fiyat istikrarı korunmaya çalışılıyordu. Bu çerçevede, Amerika Birleşik Devletlerinde, 2008 yılında başlayan finansal krize müdahale etmek amacıyla uygulamaya başlanan para politikalarının en önemli aracı da faiz politikaları oldu. Başta FED, ECB, BOJ ve BOE olmak üzere birçok merkez bankası faiz oranlarını sıfıra yakın seviyelere düşürerek ekonomik krizi müdahale ettiler. Sıfır alt sınır olarak adlandırılan politikayı bazı merkez bankaları politika faiz oranının negatif düzeye indirilmesi, bazıları ise merkez bankalarında bulunan banka mevduatlarına verilen faiz oranının negatife düşürülmesi şeklinde uygulamıştır. Müdahalenin temel amacı, bankaların merkez bankasında tuttukları aşırı rezervleri azaltmaktır. Böylece özel sektörün kullanabileceği kaynak miktarı artacak ve ekonomik canlanma sağlanacaktır. Faizlerin düşürülmesiyle bankaların daha fazla kredi vermesi ve küresel krizden kaynaklanan sorunların giderilmesi amaçlanıyordu. Fakat resesyonun devam etmesi ve kısa vadeli faiz oranlarının ekonomiyi canlandırmada yetersiz kalması, merkez bankalarının geleneksel olmayan para politikası araçlarını kullanmasını gerektirmiştir.

Merkez Bankalarının geleneksel olmayan para politikası uygulamalarına bakıldığında kullanım amacına göre, farklı araçların kullanıldığı görülmektedir. Gelişmiş ülke merkez bankalarının geleneksel olmayan politikaları uygularken amaçları ekonomideki büyüme ve enflasyon ile ilgili sorunları çözmektir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarının amacı ise uygulanan nicel genişleme politikaları ile ortaya çıkan sermaye akımlarının ülke ekonomilerine verebileceği zararları engellemektir. TCMB de benzer amaçla hareket etmiş ve hem fiyat istikrarını hem de finansal istikrarı sağlamak amacıyla açık piyasa işlemleri, faiz koridoru politikası, zorunlu karşılık politikası ve rezerv opsiyon mekanizmasını para politikası aracı olarak kullanmıştır. Merkez Bankası bu araçlardan açık piyasa işlemlerini çoğunlukla diğer para politikası araçlarını desteklemek amacıyla kullanmıştır.

Merkez Bankasının açık piyasa işlemlerini kullanırken temel amacı, finansal piyasalardaki kısa vadeli faiz oranlarının politika faizleri etrafında oluşmasını sağlamak ve piyasadaki likidite miktarını düzenlemektir. Merkez bankası açık piyasa işlemlerini 2012 ve 2013 yıllarında daha yoğun olarak kullanmış ve likidite miktarı ile ilgili öngörülerde bulunarak bir hafta vadeli fonlama işlemleri yapmıştır. Merkez bankasının sıklıkla kullandığı diğer bir işlem ise 1 ay vadeli repo ihale miktarlarıdır. Bu işlemleri yaparken bankanın temel amacı piyasadaki likidite miktarını ayarlayarak politika faizinin istenilen düzeyde kalmasını sağlamaktır. 2012 ve 2013 yıllarında politika faizinin 2012 yılında değiştirilmemesi (% 5,50), 2013 yılında ise iki defa değiştirilme (%5,00 ve %4,50) dikkate alınırsa yapılan açık piyasa işlemlerinin başarılı olduğu söylenebilir.

Merkez Bankasının kullandığı ikinci araç faiz koridoru politikasıdır. Krizden sonra küresel piyasalarda meydana gelen sermaye akımlarındaki ani hareketlerin finansal istikrar ve fiyat istikrarında oluşturduğu olumsuzlukları gidermek için merkez bankaları tarafından geliştirilmiş bir araçtır. Fakat TCMB'nin diğer ülke merkez bankalarından farkı birden fazla faiz oranını aynı anda kullanması ve ilan edilen resmi politika faizleri ile bankaların fiili olarak karşı karşıya kaldıkları kısa vadeli faizlerin bir politika tercihi olarak birbirlerinden farklı olabilmesidir.

TCMB'nin küresel krizin etkilerini azaltmak amacıyla 2010 yılında yaptığı para politikası düzenlemesinin üç temel aracı vardır. Bunlar düşük politika faizi, yüksek karşılık oranı ve geniş faiz koridoruydu. Koridor uygulaması TCMB tarafından ekonominin durumuna göre farklı şekillerde kullanılmıştır. Örneğin, TCMB 2010 yılından sonra faiz koridorunu sermaye akımlarının arttığı dönemlerde aşağı doğru genişleterek oranları indirmiştir. Daha sonra ise 2012 yılında likiditeyi sıkılaştırmak amacıyla yukarı doğru genişletmiştir. Bu durum Merkez Bankasının faiz koridoru uygulamasını ekonominin genel durumuna göre aktif olarak kullanabildiğini göstermektedir. Bu sonuçlara bakıldığında TCMB'nin koridor uygulamasını ileriki dönemlerde de kullanmaya devam edeceği tahmin edilmektedir.

Merkez Bankasının kullandığı üçüncü araç ise zorunlu karşılık politikasıdır. Zorunlu karşılık politikası küresel kriz öncesinde de uygulanan geleneksel bir politikayken, kriz sonrasında da yoğun olarak kullanılmış ve geleneksel kullanımın dışına çıkmıştır. Dönem boyunca karşılık politikası ekonomik konjonktürde dikkate alınarak



etkili bir şekilde kullanılmıştır. 2010 yılı sonunda önemli bir karar olarak karşılık oranlarını mevduatların vadesine göre değiştirmiştir. Bu değişikliğin temel amacı sermaye girişlerinin uzun vadeye yayılması yoluyla finansal istikrara katkı sağlanmasıdır. Küresel piyasaların etkisiyle ortaya çıkan kredi genişlemesine müdahale etmek amacıyla Türk Lirası ve yabancı para karşılık oranları arttırılmış ve zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi işlemine Ekim 2010 tarihinde ara verilmiş, faiz ödenmesi uygulamasına 2014 Kasımında tekrar başlanmış ve bu uygulama dönem sonuna kadar devam etmiştir. Merkez Bankası gerekli olduğu durumlarda ise karşılık oranlarında indirim gitmiştir. Örneğin 2011 yılında enflasyonda meydana gelen artış üzerine parasal sıkılaştırmaya gidilmiş ve politika faizi yukarıya çekilmişti. Merkez Bankası parasal sıkılaştırmanın kredilerde doğurabileceği aşırı daralma ihtimalini engellemek için zorunlu karşılıkları azaltmıştır. 2016 yılında ise likidite yönetimini desteklemek amacıyla zorunlu karşılık oranlarında indirim gidilerek oranlar % 1 düşürülmüştür. 2017 yılında ise küresel piyasalardaki faiz artışlarını dikkate alan Merkez Bankası zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranlarında artışa gitmiştir. Merkez bankası inceleme dönemimiz boyunca zorunlu karşılıkları aktif olarak kullanmıştır. Karşılık politikası, para politikasının diğer araçları ile bazen aynı yönde bazen de ters yönde kullanılarak hedeflere ulaşılmasında yardımcı olmuştur.

Merkez Bankasının kullandığı sonuncu araç ise rezerv opsiyon mekanizmasıdır. Banka Eylül 2011 tarihinden sonra faiz koridoru uygulaması ile beraber rezerv opsiyon mekanizması uygulamasına başlamıştır. Zorunlu karşılık politikasını destekleyici olarak kullanılan politika Merkez Bankası tarafından geliştirilmiştir. Rezerv opsiyon mekanizması temel olarak bankaların Türk Lirası zorunlu karşılıklarının belirli bir oranını döviz ve altın olarak tutmalarını sağlayan bir mekanizmadır.

Rezerv opsiyon mekanizmasının kullanımı Merkez Bankasının brüt rezervlerinin artmasına yardımcı olmuştur. Fakat sermaye giriş ve çıkışlarının arttığı dönemlerde döviz kurlarının ve faiz oranlarının artmasına engel olamamıştır. Merkez Bankasının geliştirdiği rezerv opsiyon mekanizmasının enflasyon ve büyüme üzerinde etkili olmadıkları görülmüştür. TCMB'nin kullandığı tüm bu araçların sonuçlarını incelemek amacıyla yaptığımız araştırmanın uygulama kısmında 2008-2020 yılları arasında uygulanan politikaların parasal tabanda ortaya çıkardığı artışın enflasyon ve büyüme üzerindeki etkisini zaman serisi ile test ettik. Zaman serisi uygulanabilmesi için değişkenlerin

durağan olması gerektiğinden serinin durağan olup olmadığının anlaşılması için ADF (Augmented Dickey Fuller), Phillips-Perron (1988) tarafından geliştirilen geleneksel birim kök testleri uygulanmış ve değişkenler düzey değerlerinde durağan olmadıkları için birinci farkları alınmıştır.

SVAR modelinde parasal şokların değişkenler üzerindeki etkilerini ve etkinin ne kadar sürdüğünün anlaşılması için etki tepki analizi yapılmıştır. Yapılan analiz parasal taban ile tüketici fiyatları arasındaki ilişkinin, para arzının fiyatları etkilemesi şeklindeki parasal görüşü doğrulamamış, etkinin karşılıklı olduğunu ileri süren yapısalcı görüşü doğrular şekilde olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Parasal taban ile büyüme arasındaki ilişkide parasal tabandaki artışın kısa dönemde büyümeyi ilk önce azalttığı daha sonra ise attırdığı görülmüştür. Para arzındaki artışın büyümeyi ilk önce azaltması finansal krizden sonra sıkça görülen bir durumdur. Daha sonraki artışın ise gerçekleşen sermaye akımlarından dolayı artan para arzı nedeniyle para aldanmasına kapıldığından kaynaklandığı düşünülmektedir.

Tüketici fiyatlarının büyüme ile olan ilişkinin, uluslararası sermaye akımlarının artması ve kısa vadede sermaye akımları ile enflasyon oran arasındaki negatif ilişkiden kaynaklandığı düşünülmektedir. Faizlerin yükselmesi hem beklentileri hem de üretim maliyetlerinin artmasına ve maliyet enflasyonunun derinleşmesini sebep olabilmektedir. Ayrıca bu durum Merkez Bankasının yayınladığı para ve kur politikası metinlerinde de yer almıştır.

Tüketici Fiyat Endeksi ve Üretici Fiyat Endeksi arasındaki ilişki incelendiğinde ise tüketici fiyatlarındaki artışın, üretici fiyatlarını ilk önce pozitif daha sonra ise negatif etkilediği bulunmuştur. Arz yanlı yaklaşım olarak ifade edilen Yeni Keynesyen görüşe göre üretici fiyatlarından tüketici fiyatlarına doğru bir etkileşim söz konusudur. Yeni Klasik görüşe göre ise üretici fiyatları ile tüketici fiyatları arasındaki ilişki talep yanlı olarak ele alınır. CPI ve PPI arasındaki etkileşim kabul gören bir durumdur. Bu etkileşim, ÜFE'den TÜFE'ye, TÜFE'den ÜFE'ye veya çift yönlü etki şeklinde olabilir. ÜFE'den TÜFE'ye olan etki maliyet enflasyonunu gösterirken, TÜFE'den ÜFE'ye olan etki ise talep çeken enflasyon olduğu kabul edilir. Tüketici fiyat endeksi ile üretici fiyat endeksi arasındaki karşılıklı etkileşim olması çalışmamızda elde ettiğimiz sonuçlar ile tutarlıdır.

Bu durum inceleme döneminde tüketici ve üretici enflasyonlarının birlikte hareket ettiğini ve endeksler arasında geçişkenlik olduğunu gösterir.

Yapılan varyans ayrıştırmasına göre ise şu sonuçlar elde edilmiştir; Parasal tabandaki değişikliğin en önemli sebebi üretici fiyatlarıdır. Sanayi üretim endeksini en fazla etkileyen unsur parasal taban olmuştur. Tüketici ve üretici fiyatlarının birbirleri üzerindeki etkisi yapılan varyans ayrıştırmasında da test edilmiştir. Karşılıklı etkiler kıyaslandığında üretici fiyatlarındaki tüketici fiyatlarının etkisinin daha fazla olduğu görülmüştür. Bu durumun talep enflasyonunun maliyet enflasyonuna göre daha baskın olduğundan kaynaklandığı düşünülmektedir.

2008 yılında başlayıp dünyanın birçok ekonomisini etkileyen küresel kriz merkez bankalarının yeni tedbirler almasını gerektirmiştir. Merkez bankalarının aldığı tedbirler ülke ekonomisinin gelişmişlik düzeyine göre farklılıklar göstermiştir. Gelişmiş ülke merkez bankaları krizle birlikte ortaya çıkan durgunlukla mücadele etmek amacıyla parasal genişlemeye gitmişlerdir. Buna karşılık gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları ise yapılan parasal genişlemelerin ekonomilerinde ortaya çıkartabileceği olumsuz etkilerden korunmak için alışılmışın dışına çıkarak geleneksel olmayan politikaları uygulamaya başlamışlardır. TCMB de bu politikalardan, açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık uygulaması, faiz koridoru ve rezerv opsiyon mekanizmasını kullanmıştır.

Merkez Bankası faiz koridoru uygulamasında mevcut şartlara göre hareket etmiştir. 2010 yılına kadar geniş bir koridor sistemi uygulanmıştır. 2010 yılından sonra artan kısa vadeli sermaye girişleri sebebiyle faiz koridorunu aşağıya doğru genişletmiştir. 2012 yılında ise sıkılaştırmaya gitmek için üst sınırı yükseltmiştir. Merkez Bankasının aktif olarak kullandığı bir diğer araç rezerv opsiyon mekanizmasıdır. Banka sermaye girişlerinin olduğu dönemlerde döviz arzındaki artışı düzenlemek maksadıyla rezerv opsiyon oranını yükselterek, sermaye çıkışlarının olduğu dönemlerde ise döviz ihtiyacının karşılanması için rezerv opsiyon oranını düşürerek müdahalelerde bulunmuştur.

İnceleme dönemimizin başlangıcında Türkiye, TCMB'nin krizden önce uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesinin getirdiği olumlu sayılabilecek enflasyon rakamları (TÜFE: 8,17 ÜFE:6,44) ve % - 0,56 büyüme oranlarına sahipti. 2008-2020

yılları arasında ortalama olarak gerçekleşen TÜFE oranı % 10,44, ÜFE oranı % 12,72 ve büyüme oranı ise % 4,71 dir. Aynı dönemde parasal taban ise yaklaşık 24 kat artış göstermiştir. Elde edilen bu rakamlar diğer ekonomilerle kıyaslanmasının yapılması sonuçları değerlendirmek açısından önemlidir. İnceleme dönemimizde sırasıyla OECD, G20, AB, ABD, ve BRICS ülkelerindeki büyüme oranlarının ortalaması 1,08, 2,68, 0,5, 1,31 ve 3,34 olarak gerçekleşmiştir. Bu da yandan büyümedeki %4,71'lik artış dünya ekonomileri ile kıyaslandığında önemlidir. Aynı kıyaslama enflasyon rakamları için yapıldığında ise sırasıyla elde edilen rakamlar 1,90, 3,08, 1,42 1,72 ve 5,70 olarak gerçekleşmiştir. Bu rakamlar TCMB'nin elde ettiği %12,71'lik enflasyon oranının yüksek olduğunu ve enflasyon ile mücadelede istenilen sonuçların elde edilemediğini göstermektedir. Krizden sonra enflasyon ile mücadelede gelişmiş ekonomiler ile gelişmekte olan ekonomilerin farklı hedefler belirlemesi dikkate alındığında da bu durum değişmemektedir.

2008 finansal krizi ile ilgili yapılan akademik çalışmalar gün geçtikçe artmaktadır. Buna rağmen krizin etkilerinin ne olduğu ve uygulanan politikaların başarısının anlaşılması için zaman geçmesi gerekmektedir. Bu çalışmalara devam edilmesi gerekir. Özellikle merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının sonuçlarının araştırılmasında fayda görülmektedir.

## KAYNAKLAR

- ABhoff, S., Belke, A., Osowsky, T., “ Unconventional Monetary Policy and İnflatinon Expectations in the Euro Area” Economic Modelling, 2021, (102), ss. 1-15
- Abdulia, A., “ Using Threshold Cointegration to Estimate Asymmetric Price Transmission in The Swiss Pork Market”, Applied Economics, 2002, (34), ss. 679-687
- Abdioğlu, Z., Korkmaz, Ö., “ Tüketici ve Üretici Fiyat Endekslerinde Fiyat Geçişkenliği: Alt Sektörler” Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, 2012, (2), ss. 65-81
- Acharya, V.,V., Eisert, T., Eufinger, C., vd “Whatever It Takes: The Real Effect of Unconventional Monetary Policy” The Review of Financial Studies, 2019/32 (9), 3366-3411
- Akti, Y., Şahin A., “Enflasyon Yakınsaması: Türkiye Örneği”, Finansal Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, 2007, (514), ss.69-74
- Albayrak, A., S., “ Değişen Varyans Durumunda En Küçük Kareler Tekniğinin Alternatifi Ağırlıklı Regresyon Analizi ve Bir Uygulama” , Afyon Kocatepe University Journal of Economics and Administrative Science, 2008, (10), ss, 111-134
- Alp, S., Karakaş, A., “ Asimetrik Bilgi Teorisi Karşısında Hayek’in Ekonomik Yaklaşımları: Karşılaştırmalı Bir Analiz”, Liberal Düşünce, 2008, (52), ss. 215-216
- Alper, K., Kara, H., Yörükoğlu, M., “Reserve Options Mechanism”, Central Bank Review, 2013, (13), ss. 1-14
- Altıntaş, H., Çetintaş, H., Taban, S., “ Türkiye’de Bütçe Açığı, Parasal Büyüme ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Ekonometrik Analizi 1992-2006”,Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2008, (8), ss.185-208
- Akbakay, Z.”Avrupa Merkez Bankası’nın Para Politikası: Fiyat İstikrarının Niceliksel tanımı ve İki Sütunlu Analiz Yaklaşımı” Balkan Sosyal Bilimler Dergisi, 2018, (7), ss. 1-13

- Akın, I., “Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Merkez Bankası ve İsviçre Merkez Bankası Para Politikası Araçları ve Ekonomi Üzerine Etkileri” Akademik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2017, (5), ss. 324-345
- Alp, S., Karakaş, A., “Asimetrik Bilgi Teorisi Karşısında Hayek’in Ekonomik Yaklaşımları: Karşılaştırmalı Bir Analiz”, 2008, (51-52), ss. 215-230
- Alper, K., Tiryaki, S., T., “Zorunlu Karşılıkların Para Politikasındaki Yeri” Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2011, (8), ss. 1-10
- Alper, K., Altunok, F., Çapacıoğlu, T., Ongene, S., “The Effect of Unconventional Monetary Policy on Cross-Border Bank Loans: Evidence from an Emerging Market”, *Europan Economic Review*, (2020), (127), ss. 1-35
- Altay, O., Atgür, M., “Yeni Para Politikası Arayışları Bağlamında Parasal Aktarım mekanizması ve Faiz Kanalı İşleyişi: Türkiye ve Endonezya Örnekleri”, *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 2018/14, (3), ss.601-624
- Aktan, C. C., “Monetarizm Ve Rasyonel Beklentiler Teorisi”, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2010, (2), ss. 168-187
- Armstrong, A., ve Ebell, M., “Unconventional Monetary Pollic: İntroduction”, Cambridge University Press, 2020, ss.1-5
- Artan, S., “Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon ve Büyüme: Yatay-Kesit ve Panel Veri Analizi”, *İktisat İşletme ve Finans*, 2006(239), ss.108-124.
- Artan, S. “Finansal Kalkınmanın Büyümeye Etkileri: Literatür ve Uygulama”, *İktisat İşletme Finans Dergisi*, (2007), (22), ss. 70-89
- Asandului, M., Lupu, D., “The İnflation and Economic Growth: Evidence From Romania”, *Acta Universitatis Danubius*, 2015, (11), ss.35-42
- Aydın, Y., Dayıoğlu, T., Güner, A., “Para Arzının İçselliği: Teori Ve Türkiye Üzerine Bir İnceleme”, *Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi*, 2019, (66), ss.1007-1012

- Bağcı, B.,” Türkiye’de Para Arzı Ve Enflasyon Oranı İlişkisine Yeni Bir Bakış: Kantil-Kantil Regresyon Analizi “, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 2021, (13), ss.309-322
- Bank of England, < [bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing](http://bankofengland.co.uk/monetary-policy/quantitative-easing), 03.06.2020
- Bank of England < [bankunderground.co.uk/2017/12/04/optimal-quantitative-easing/](http://bankunderground.co.uk/2017/12/04/optimal-quantitative-easing/),04.06.2020
- Bank of England < [bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2018/the-history-and-future-of-qe-speech-by-ben-broadbent.pdf?la](http://bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2018/the-history-and-future-of-qe-speech-by-ben-broadbent.pdf?la), 04.06.2020
- Bank of England < <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/the-interest-rate-bank-rate/>, 20.12.2020
- Bank of Japan <[boj.or.jp/en/announcements/release\\_2001/k010319a.htm](http://boj.or.jp/en/announcements/release_2001/k010319a.htm)>, 04.10.2020
- Balaylar, N. C., “ Türkiye’de Döviz Piyasası Müdahalelerinin Sterilizasyon Maliyeti” Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2011 (3), ss. 19-38
- Barajas, A., Ariccia, G., D., “ Credit Booms: The Good, The Bad, and The Ugly” , International Monetary Fund, November 2007, ss. 1-26
- Barışık, S., Kesikoğlu, F., “ Türkiye’de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi (1987-2003 Var, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayırıştırması), Ankara University SBF Journal 2015 (4), ss. 59-82
- Bari, B., Şıklar, İ., “Enflasyo Hedeflemesi Rejiminde Para Politikasının Analizi: Türkiye İçin Genel Denge Modeli Tahmini”, Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2016/16, ÖS, ss.47-70
- Barro, R., J., Gordon, D., B., “ Rules Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, Journal of Monetary Economics, 1983, (12), ss.101-121
- Basetto, M., “Forward Guidance: Cominication, Commitment, or Both”, Journal of Monetary Economics, 2019, (108), ss. 69-86

- Başcı, E., ve Kara, H., “Finansal İstikrar ve Para Politikası” İktisat İşletme ve Finans 2007 Ocak, 2011 (26), 9-25
- Baştürk, M., F., “Forward Guidance As A Separate Unconventional Monetary Policy Tool” AİBÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2016/16, (1), ss.25-56
- Benhabib, J., Spiegel, M. M. “Moderate İnflation and The Deflation–Depression Link”, Journal of Money, Credit and Banking, 2009,(4), ss. 787-798.
- Berber, M., Yıldız, B., E., Daştan, B., C., “ TCMB Bilanço Büyüklüklerinin Ekonomik Büyüme veya Enflasyon Üzerinde Etkisi Var Mı?”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2020, (34), ss.1455-1472
- Berber, M., Artan, S., “Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi: Türkiye Örneği” Econstor, Discussion Paper, No: 2004,21, Turkish Economics Association. Ankara, ss.1-16
- Bernanke, B., S., “ Alternative Explanation of The Money–İncome Coleration”, Carnegie-Rochester Conferance Series On Public Policy, 1986, 25(1), ss.49-99
- Bernanke B., Reinhart, V., Sack, B., “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical”, Brookings Papers on Economic Activity, 2004, (2), ss. 1-100
- Bernanke, B., S., Gertler, M., “ Inside The Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission” Journal of Economic Perspective, 1995, (9), pages 27-48
- Bernake, B., S., “The New Tools of Monetary Policy” American Economic Review, 2020, (110), pages, 943-983
- Bhattarai, S., Eggertsson, G., B., Gafarov, B., “ Time Consistency and The Dutarion of Government Dept: A signalling Theory of Quantitative Easing”, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2015 (21336), ss. 1-69
- Binici, M., Kara. H., Özlü. P., “ Faiz Koridoru ve Banka Faizleri: Parasal Aktarım Mekanizmasına Dair Bazı Bulgular, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Çalışma Tebliği No:1, 2016, ss.1-39



- Bilir, H., “Yeni Keynesyen İktisatta Ücret Yapışkanlıkları”, Politik Ekonomik Kuram, 2017/1, (1), ss. 188-233
- Bocutoğlu, E., (2013), Karşılaştırmalı Makro İktisat Teoriler ve Politikalar,(6.baskı), Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa
- Bocutoğlu, E., (2015), Makro İktisat Teoriler ve Politikalar,(12.baskı), Ekin Basım Yayın Dağıtım, Bursa
- Brei, M., Moreno, R.,” Reserve Requirement and Capital Flows in Latin America”, Journal of International Money and Finance, 2019Volume. (99), ss.1-10
- Breitenlechner, M., Gründler, D., Sharler, J., “ Unconventional Monetary Policy Announcement and İnfarmation Shock in the U.S. “, Journal of Macroeconomics, 2021, (67), pp. 1-22
- Brunnermeier, M., K., Sannikov, Y.,” On The Optimal Inflation Rate” ,The Economic Association, 2016, pp. 484-489
- Bulmuş, İ., (2003), Mikroiktisat, (5. baskı), Cantekin Matbaası, Ankara
- Büyükakın, T., “Yeni Keynezyen İktisat mı, Yeni Neo-Klasik Sentez mi?”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi 2007/1, (13), 22-36
- Campbell, J., R., Ferroni, F., Fisher, J.,D.,M., Melosi, L., “ The Limit of Forward Guidance”, Journal of Monetary Economics, 2019, (108), ss. 118-134
- Caporale, G. M., Katsimi, M., Pittis, N. “Causality Links Between Consumer And Producer Prices: Some Empirical Evidence”, Southern Economic Journal, 2002 68, (3), ss.703-711.
- Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, M., L., Secchi, A., “ The Impact of Unconventional Monetary Policy on The Italian Economy During The Sovereing Dept Crisis”, Bank of Italian, 2014, Paper no (203), ss. 1-42
- Çatalbaş, G., K., “ Türkiye’de Para Arzı ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi ile İncelenmesi”, Gazi University Journal of Faculty of Economics and Administrative Sciences, 2007, (9), ss.197-212

- Cencini, A., Baranzini, M., *Inflation and Unemployment*, Routledge Studies In The Modern World Economy, (2. Issue), New York, 2014, S.15
- Cengiz, V., “Parasal Aktarım Mekanizması ve Ampirik Bulgular”, Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2009, (33), ss. 225-247
- Cesur, F., “Para Arzı İle Enflasyon İlişkisi Ve Türkiye Uygulaması”, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Fakültesi, 2006, (8), ss.85-104
- Chen, H., Cúrdia, V., Ferrero, A., “The Makroeconomic Effect of Large-scale Asset Purchase Programmes”, *The Economic Journal*, 2012, (122), ss. 289-315
- Chcristensen, M., “Reel Supply Shocks and The Money Growth-İnflatioan Relationship”, *Economics Letter*, 2001, (72), ss. 67-72
- Churm, R.i Joyce, M., Kapetanios, G., Theodoridis, K., “Unconventional Monetary Policies and The Macroeconomy: The Impact of The United Kingdom’s QE2 and Funding for Lending Scheme”, *Bank of England Working Paper*, 2015, (542), ss.1-33
- Clark, T., E., “Do Pruducer Prices Lead Consumer Price”, *Economic Review- FEDaral Reserve Bank of Kansas*, 1995, 26-40
- Colclough, W., G., Lange, M., D., “Emprical Evidence of Causality From Consumer tu Wholesale Prices”, *Journal Bokks*, 1982, (19), ss. 379-384
- Cukierman, A., “A Retrospective ON The Subprime Crisis And Its Aftermath Ten Years After Lehman’s Callopse”, 2019, (43), ss.1-23
- Cukrowski, J.,”Inflation and Adjustment of Relative Prices in Georgia”, *CASE-CEU Working Paper No. 42*, 2009, ss.1-40
- Czudaj, R., L., “Is The Negative Interest Rate Policy Effective?” *Journal of Economic Behavior & Organization*” June 2020, (174), ss. 75-86
- Çatalbaş, G., K., “Türkiye’de Para Arzı İle Enflasyon Arsındaki İlişkinin Parametrik Olmayan Regresyon Analizi İle İncelenmesi”, *Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 2007, (9), ss.197-212

- Çelik, A. “Türkiye’de Enflasyonun Belirleyicilerinin VAR Yöntemi İle Analizi (2008-2019)” İzmir İktisat Dergisi, (2021), (36) ss. 135-153
- Çetintaş, H., “Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme”, I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 2003, (28), ss.141-152
- Çetinkaya, Ş., “Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizdeki Rolü”, Sakarya İktisat Dergisi, 2012, ss.46-63
- Çoşkun, Y., “ Repo ve Ters Repo Düzenlemeleri: Banker Krizi Sonrası Ortaya Çıkışı ve Finansal Başarısızlık Dersleri Işığında Politika Önerileri”, Business and Economics Research Journal, 2012, (3), 59-90
- Demirgil, B., “Para Arzı İçsellik Analizi: Türkiye Örneği”, İşletme Ekonomi ve Yönetim Araştırmaları Dergisi, (2020). (2), ss.144-152
- ECB<<http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb201803.en.html>>,(24.01.2021)
- ECB< <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>>, (24.01.2021)
- ECB<<http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>,> (27.01.2021)
- ECB<<https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/why-negative-interest-rate.en.html>,>(31.01.2021)
- ECB< <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/monan/html/index.en.html>> (03.02.2021)
- ECB<<https://www.ecb.europa.eu/pub/economicresearch/resbull/2019/html/ecb.rb190730~75475a548a.en.html> > (06.02.2021)
- Eggertsson. G., Woodford. M., “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, Brookings Papers on Economic Activity”, International Money Fund, 2003, ss. 1-77
- Eğilmez M., (2009) Küresel Finans Krizi, (1.baskı), Remzi Kitabevi, İstanbul

- Eğilmez M. (2013), Makro Ekonomi, (1.Baskı), Remzi Kitabevi, İstanbul
- Ehrmann, M., Gabaldo, G., Hoffman, P., Strasser, g., “ Can More Public Information Raise Uncertainty? The International Evidence on Forward Guidance” Journal of Monetary Economics” 2019, (108), ss.93-112
- Engin, C., Göllüce. E.; "2008 Küresel Finans Krizi ve Türkiye Üzerine Yansımaları." Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2016 (6), ss. 27-40.
- Erdönmezer, P., A., “ Küresel Kriz ve Ülkeler Tarafından Alınan Önlemler Kronolojisi” Bankacılar Dergisi, 2009, (68). Ss.85-101
- Eroğlu, N., Söylemez, A., O., “Zorunlu Karşılıklar ve Tüketici Kredileri: Ekonometrik Bir Model Denemesi”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2016/38, (2), ss.63-86
- Ersan, O., Fatih, P., “Swap İşlemleri ve Vergilendirilmesi”, <<http://ersanoz/makaleler/swap-islemleri-ve-vergilendirilmesi.pdf>> (24.08.2021)
- ECB.< <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.en.html>>, (20.05.2021)
- FED,<<http://www.FEDeralreserve/newsevents/speech/bernanke/20120831a.htm>>, (09.09.2020)
- FED<<http://www.FEDeralreserve.gov/faqs/what-is-forward-guidance-how-is-it-used-in-the-FEDeral-reserve-monetary-policy.htm>! , 22.09.2020
- FED<<http://www.FEDeralreserve.gov/newsevents/testimony/yellen20160621a.htm> >
- FED<<http://www.FEDeralreserve.gov/monetarypolicy/2017-02-mpr-part2.htm>
- Ferreira, E., Serra, P., “ Price Effect of Unconventional Monetary Policy Announcement on European Securities Markets”, Journal of International Money and Finance”, 2022, (122), ss. 1-26

- Fidan, A. & Fırat, E. “2008 Küresel Finans Krizinin Gelişmekte Olan Ülke Ekonomilerine Etkisi: Brıc Ülkeleri - Türkiye Karşılaştırması. Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi”, 2020. (20), ss.85-100
- Friedman, M., “Quantity Theory of Money. In Money”. Palgrave Macmillan UK, (1989).ss. 1-40
- Fischer, S., “The Role of Macroeconomic Factors in Growth” Journal of Monetary Economics. 1993, (32), ss485-512
- Gambetti, L., Musso A., “ The Effect of the ECB’s Expanded Asset Purchase Programme, European Economic Review, 2020, (130), ss. 1-16
- Gedikli, A., “Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridorunun Etkinliği Üzerine Bir Değerlendirme: Örnek Ülke Deneyimleri”, Sosyal Bilimler Metinleri, 2017, (2017), ss. 24-40
- Gertler, M., Karadi, P., “A Model of Unconventional Monetary Policy”, Journal of Monetary Economics, 2011, (58), ss. 17-34
- Gökdeniz, İ., M. Erdoğan ve K. Kalyüncü “Finansal Piyasaların Ekonomik Büyümeye Etkisi ve Türkiye Örneği (1989-2002)”, Gazi Üniversitesi Dergisi, (2003), (1), ss.101- 117.
- Ghazali, M., F., Yee, O. A., Muhammad, M. Z. “Do Producer Prices Cause Consumer Prices? ,Some Empirical Evidence”. International Journal of Business and Management, (2008), (3), ss. 78-82.
- Gökmenoğlu, K. K., Hadood, A.A.A., “Impact of US Unconventional Monetary Policy on Dynamic Stock-Bond Correlation: Portfolio Rebalancing and Signalling Channel Effect” Finance Research Letters, 2020 (33)pp.1-7
- Hagedorn, M., LUo, J., vd “ Forward Guidance”, Journal of Monetary Economics, 2019, (102) ss 1-23
- Halaç, U., Durak, M., G., “ İMKB’de İşlem Gören İşletmeler İçin Para Politikası ve Sermaye Yapısı İlişkisi” Ege Akademik Bakış, 2013/13, (4), ss.497-504

- Hatipoğlu, Z., (1999), Orta Düzeyde Makro İktisat. (1.baskı), Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul,
- Hatipoğlu, Z., (2003), Ekonomik doktrinler ve Düşünce Tarihi Sistemler Ekonomik Düşünce – Teori ve Sistemlerin Gelişmesine Kuşbakışı, Lebib Yalkın Yayınları, İstanbul
- Hoffmann, A., Schnabl, G.,” Adverse Effect of Unconventional Monetary Policy”, Cato Journal, 2016, (36), ss. 449-484
- Inoue, T., Okimoto, T., “ International Spillover Effect of Unconventional Monetary Policy of Mojar Cenral Bank” International Review of Financial Analysis, 2020 (79), ss. 1-19
- İşık, H.,B., Bilgin, O., “ Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme İlişkisi Türkiye Örneği”, İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırma Dergisi, 2016, (5), ss.1757-1765
- İşık, S., Alkın, H., Uluğ, M., “Avrupa Birliği Üyesi 13 Ülkede Post-Keynesyen Para Arzının İçselliği Hipotezinin Test Edilmesi”, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2018, (17), ss. 1-20
- İnsel, A., Sungur, N., “ Sermaye Akımlarının Temel Makroekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkileri: Türkiye Örneği 1989:III – 1999:IV”,Econstor, 2003, (8), 1-32
- İpek, E., Akar, S., “ Bütçe Açığı ve Enflasyon Arasındaki İlişki: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2016, (38), ss. 167-189
- İslatince, H., “ Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi: Türkiye İçin Nedensellik Analizi (1988-2016), Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2017 (17), ss. 43-55
- Jones, D., J., “ Consumer Prices, Wholesale Prices, and Causality”, Empirical Economics, 1986, (11), ss. 41-55
- Joyce., M., A.,S., Liu, Z., Tonks, İ., “ Institutional Investors and the QE Portfolio Balance Channel” Journal of Money, Credit and Banking, 2017, (6), pp. 1225-1226

- Kaderli, Y. & Küçükkaya, H “2008 Dünya Finansal Krizi Sonrası Türkiye Ekonomisinde Yaşanan Gelişmelerin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi", Pamukkale Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2012, (12), ss.85-96
- Kahn, Shulamit, “Evidence of Nominal Wage Stickiness From Microdata”, The American Economic Review,1997, (87), ss. 993-1008
- Kaldor, N., “The New Monetarism”, Lloyds Bank Review, 1970, (97), ss.1-17
- Kaldor, N.(1983)”The Scourge of Monetarism”, Oxford University Press, London
- Kamacı, A., Ceyhan, M.,S., Peçe, M., A., “Kredi Hacminin Para Arzı ve Ekonomik Büyüme Üzerine Etkisi”, Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi , 2017, (13), ss.400-409
- Kapetanios, G., Haroon, M., vd,” Assesing The Economy-Wide Effects of Quantitative Easing”, Bank of England (2012), London
- Kara, H.,” Interest Rate Corridor and the Monetary Policy Stance” TCMB Research Notes in Economics” 2015, ss. 1-12
- Karaca, O. “Türkiye’de Enflasyon-Büyüme İlişkisi: Zaman Serisi Analizi”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 2003, (2), ss.247-255
- Karaçor, Z., “Rasyonel Beklentiler Kuramında Enflasyon”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2014, (3), ss.,143-150
- Karagözlü, İ.E.,(2016), “2008 Krizinde Amerikan Merkez Bankası, Avrupa Merkez Bankası Ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Analizi” (Yayımlanmamış doktora tezi), Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı/İktisat Bilim Dalı Bölümü, İstanbul
- Karakurt, B.,“Küresel Krizin Etkilerini Azaltmada Mali Yönetişimin Rolü: BRICS Ülkeleri Örneği” , Ekonomik ve Sosyal Araştırmalar Dergisi , 2016, (2), ss.185-212

- Karaş, Z., “ 2008 Küresel Krizi Sırasında Merkez Bankaları Tarafından Uygulanan Geleneksel Olmayan Para Politikası”, Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi, 2017, (48), ss. 630-639
- Kettemann, A., Krogstrup, s., “Portfolio Balance Effect of the Swiss National Bank’s Bond Purchase Program”, Journal of Macroeconomic, 2014, (40), pp.132-149
- Kılıcı, E., N., “Finansal Kriz ve Parasal Aktarım Mekanizmasının Avrupa Bölgesi ve Bankacılık Sektörü Açısından Değerlendirilmesi”, 21. Yüzyılda Eğitim ve Toplum, 2014, (2), ss., 151-176
- King, M. “The Transmission Mechanism Of Monetary Policy” Bank of England, (1994). Quarterly Bulletin, August.
- King, R., G., Levine, R., “Finance and Growth, Schumperer Might Be Right”, Quarterly Journal of Economics, 1993,(3), ss.717-737.
- Kočenda, E., & Černý, A. (2015). Elements of time series econometrics: An applied approach. Charles University in Prague, Karolinum Press.
- Koçyiğit, A., Bayat, T., Tüfekçi, A., “Türkiye’de İşsizlik Histerisi ve Star Modelleri Uygulaması”, Marmara Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 2011, (26), ss. 45-60
- Koray, A., Kara, H., Yorukoglu. M., “Reserve Option Mechanism”, Central Bank Review, 2012, (13), ss . 1-14
- Korkmaz, Ö., “Enflasyon Oranını Etkileyen Faktörlerin Belirlenmesi: Türkiye Üzerine Bir Uygulama”, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 2017, (32), ss.109-142
- Korkmaz, T., Çevik, İ., E., Birkan, E., “Finansal Dışa Açıklığın Ekonomik Büyüme Ve Finansal Krizler Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, 2010, (5), ss.2821-2831
- Kočenda E., Černý, A., “Element of Time Series Ekonometrics”, Karolinum Press, Prag
- Kofoğlu, İ., H., “Para Arzı Geçsellik Analzğ Türkgye Örneğğ (2006-2017)”, 2018, (25), ss.136-152



- Köksel, B., “Türkiye Ekonomisinde Para Arzının İçselliği: 2006-2014 Dönemi Üzerine Bir Uygulama”, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2016, (2), ss. 455-471
- Kurnaz, Ö., (2009)“Türkiye’de Enflasyon ve Büyüme İlişkisi”, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Aydın Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, Aydın (Türkiye)
- Kurum, E., M., Oktar, S., Rezerv Opsiyon Mekanizmasının Döviz Kuru Üzerindeki Etkisi”, Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 2019, (1), ss.223-246
- Lau, P.,H., C., Yui Sin “Observational equivalence and a stochastic cointegration test of the neoclassical and Romer's increasing returns models”, Economic Modelling, 1997, (14), pp. 39-60
- Ledochowski, M., Żuk, P., “What Drives Portfolio Capital Inflows Into Emerging Market Economies? The Role of the FED’s and ECB’s Balance Sheet Policies” Emerging Markets Review, 2022, pp1-20
- Ijaz. U., “İmpact of İnflation on Economic Growth in Pakistan “ Economic Consultant, 2021, (34), ss. 33-41
- Loisel, O., Mesonnier, J., “ Unconventional Monetary Policy Measures in Response To The Crisis”, Banque De France, 2009 (1) ss 1-13
- Lu, Y., (2013), “Quantitative Easing: Reflections on Practice and Theory, (4), Pluto Journal, Nanjing, ss. 341-356
- ManDonald, M., Popiel, M., K., “ Unconventional Monetary Policy in a Small Open Economy”, Open Economic Review, 2020, (31), ss.1061-1115
- Mahfi Eğilmez<<http://www.mahfiegilmez.com/2012/12/likidite-tuzag.html>> (30.08.2020).
- Mahfi Eğilmez <<https://www.mahfiegilmez.com/2014/10/merkez-bankas-faizleri-sondurum.html>> (30.08.2020)

- Mallik G., Chowdhury A., "Inflation and Economic Growth: Evidence From Four South Asian Countries" *Asia-Pacific Development Journal*, 2001, (1), ss.123-135.
- Mamatzakis, E., Bermpei, T., "What is the Effect of Unconventional Monetary Policy on Bank Performance" *Journal of International Money and Finance*, 2016, (67), pp., 239-263
- Mankiw, N. G.,(2007), *Macroeconomic*, Çev. Ömer Faruk Çolak, (6. baskı), Efil Yayınevi, Ankara.
- McMahon, M., Peiris, M., Polemarchakis H., " Perils of Unconventional Monetary Policy" *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2018, (93), ss.92-114
- Meade, E., E., Nozawa, Y., vd "(2015) "The Effect of FOMC Communications Before Policy Tightening in 1994 and 2004 ", *FEDS Notes Board of Governors of The Federal Reserve System*, ss. 1-8
- Meier,A., (2009), "Panacea, Curse, or Nonevant? Unconventional Monetary Policy in The United Kingdom", *IMF Working Paper*, International Money Fund
- Mishkin, F., S., "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism", *Journal of Economic Perspectives* 1995, (9), pages, 3-10
- Mishkin, F., S., " Inflation Targeting in Emerging-Market Countries". *American Economic Association*, 2000, (2), pages, 105-109
- Moessner , R., (2015),"Reacting of US Government Bond Yields to Explicit FOMC Forward Guidance", *North American Journal of Economics And Finance*", (33), ss. 217-233
- Moore, B.,J., "Unpacking the Post Keynesian Black Box: Bank Lending and the Money Supply", *Journal of Post Keynesian Economics*, 1983, (4), ss. 537-556
- Motley, B. (1998) "Growth and Inflation: A Cross-Country Study", *FEDERAL Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, 1, ss.15-28.

- Muth. J., “ Rational Expectation and The Theory of Price Movement” *Econometrica*, 1961, (29), pp.315-325
- Nasir, M., A., “ Zero Lower Bound And Negative Interest Rates: Choices for Monetary Policy in The UK”, *Journal of Policy Modeling*, 2020, ss. 1-30
- Nayan, S., Kadir, N., Abdullah, S., M., Ahmad, M., “Post Keynesian Endogeneity of Money Supply: Panel Evidence”, *Procedia Economics and Finance*, 2013 (7), ss.48-54
- Neely, J., Christopher, (2022), “How Persistent Are Unconventional Monetary Policy Effect”, *Journal of International Money and Finance*, ss. 1-42
- Nell, K.,S., “Is Low İnflation and Precondition For Faster Growth The Case of South Africa”, *Depetment of Economics Discussion Paper*, 2000, (11), ss.1-30
- Okşak, Y., Özen, E., “ Türkiye’de Parasal Tabanın Büyüme Üzerindeki Uzan Dönem Etkisi”, *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2020, (65), ss. 232-244
- Oktar, S., Eroğlu, N., Eroğlu, vd. ...” 2008 Global Finans Krizi, Parasal Aktarım Kanalları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) Deneysel Politika Çabaları”, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.Dergisi*, 2013/35, (2), ss.1-28
- Oktar, S., Kumru, M., E., “Zorunlu Karşılık Politikasının Enflasyon Üzerindeki Etkisi: Türkiye Örneği”, *Ekonomi, İşletme ve Maliye Araştırmaları Dergisi*, 2019, (3), ss. 186-204
- Öner, H., “ Tüketici ve Üretici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişkinin Granger Nedensellik Testi Yoluyla İncelenmesi”, *Research of Financial Economics and Social Studies*, 2018, (3), ss.318-327
- Özatay. F., (2013), *Parasal İktisat Kuram ve Politika*, (3. baskı), Efil Yayınevi, Ankara
- Özkıvrak, Ö., “Piyasa Başarısızlığına Dalalı Devlet Müdahalesine İki Farklı Yaklaşım: Refah Teorisi ve Kamu Tercih Teorisi”, *Trakya Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi E-Dergi*, 2018, (7), Sayı 2, ss.39-54

- Özmen, M., Koçak, F., İ., “ Enflasyon, Bütçe Açığı ve Para Arzı İlişkisinin ARDL Yaklaşımı İle Tahmini: Türkiye Örneği”, Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi, 2012, (1), ss. 1-19
- Paya, M. M., (2002), Para Teorisi ve Para Politikası, (3. baskı), Filiz Kitapevi, İstanbul
- Parasız, İ., (2008), Büyüme Teorileri, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa
- Parasız, İ., (2009), Para Teorisi ve Politikası, Ezgi Kitapevi Yayınları, Bursa
- Peersman, G., “Makroekonomik Effect of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area”, Working Paper Series, European Central Bank, 2011, (1397), 1-33
- Rezende, F., “ Unconventional Monetary Policy, Liquidity Trap, and Asset Prices”, Journal of Post Keynesian Economics, 2016, (39), ss.411-436
- Robinson, J., (1933), The Economics of Imperfect Competition, Macmillan, Londra
- Rogers, J., H., Scotti, C., Jonathan, H., W., “Evaluation Asset-market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Multi-country Review”, Economic Policy, 2014, (29), ss.749-799
- Saatçi, M., Yamaçlı, D., “Türkiye ‘de Tüketici Enflasyonunun İktisadi Belirleyicileri: ARDL Analizi”, Business and Economics Research Journal, 2016, (7) ss.53-71
- Saatçioğlu, C. & Karaca, O. “Türkiye’de Üretici Fiyatları İle Tüketici Fiyatları Arasındaki Nedensellik İlişkisi: 2005-2016” Sakarya İktisat Dergisi , 2017, (6) , ss. 1-16
- Sabade, S., " Is Money Supply The Cause of Inflation in India? An Alternative Postulate To Understand Inflation”, Procedia – Social and Behavioral Sciences, 2014,(133), ss. 379-382
- Saraç, T., B., Karagöz, K., “ Türkiye’de Tüketici ve Üretici Arasındaki İlişki: Yapısal Kırılma ve Sınır Testi”, Maliye Dergisi, 2010 (159), ss. 220-232
- Savaş, V., (2000), İktisadın Tarihi, (4.baskı), Siyasal Kitapevi, Ankara

- Saydam, İ., “Yeni-Keynesci Yaklaşımda Ücret Katılıkları”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 59 (2), (2010), ss. 239-262ve Finansal Değişkenlerin Uzun Dönem İlişkisi”
- Schwartz, L. V., İnflation Causes and Effect, (1. Issue), Nova Science Publishers, New York, 2009, S.9
- Şen, A., Taşar, İ., Açıcı Y.,”Türkiye’de Enflasyonla Büyümeye Yönelik Yeni Kanıtlar”, Sütçü İmama Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi” 2016 (1), ss.1-10
- Serel, A, İ.C., Özkurt, “ Geleneksel Olmayan Para Politikası Araçları ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası” Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi, 2014, (22), 56-71
- Shahbaz, M., Awan, R., U., Nasir, N., M., “Producer & Consumer Prices Nexus: ARDL Bounds Testing Approach,” Nİternational Journal of Marketing, 2009, (2), ss. 78-86
- Shan, J. & Jianhong, Q. “Does Financial Development ‘Lead’ Economic Growth? The Case Of China”. Annuals of Economics and Finance, 2006. (1),1 ss.97-216
- Shaw, E. S.. (1973), Financial Deepening in Economic Development Nee York: Oxford Universtty Press, New York, Skousen Mark
- Sheedy, K., D., “Conventional and Unconventional Monetary Policy Rules”, Journal of Macroeconomics” 2017, (54), pp. 127-147
- Sidrauski, M., “Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy”, The American Economic Review, 1967, (57). Ss.534-544
- Sims, C., “ Are Forecasting Models Usable For Policy Analysis”, FEDeral Reserve Bank Minneapolis, (1986), 10(1), ss.2-16
- Speigel, M., M., “ Did Quantitative Easing By The Bank of Japan “Work”?”, FRBSF Economic Letter, 2006, (28), ss. 1-4

- Şahin, İ., Karanfil, M., “Türkiye Ekonomisinde 1980-2013 Dönemi Para Arzının Enflasyon Üzerindeki Etkisi”, *Business and Economics Research Journal*, 2015, (4), ss.1151-1160
- Şengönül, A., Karadaş, H. A., Koşaroğlu, Ş. M., “Makroekonomik Değişkenlerin ve Finansal Değişkenlerin Uzun Dönem İlişkisi: SVAR Analizi”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, 2018, (12), ss. 63-85
- Seyidoğlu, H., (2006), *İktisat Biliminin Temelleri*, (1.baskı), Güzem Can Yayınları, İstanbul.
- Şimşek, K.,Ç., “Türk Bankacılık Sektörü Kur Riski Yönetiminde Türev Ürünler: Döviz Swap İşlemleri İle Makroekonomik Faktörler Arasındaki İlişki”, *Üçüncü Sosyal Ekonomi Dergisi*, 2015, (2), ss.72-101
- Su, C. W., Khan, K., Lobont, O. R., Sung, H. C. “Is There Any Relationship Between Producer Price Index And Consumer Price Index İn Slovakia? A Bootstrap Rolling Approach 1”, *Ekonomicky Casopis*, 2016, (64), 611-628
- Taban S., Şengür M., “Türkiye’de Enflasyonun Kaynağının Belirlenmesine Yönelik Ekonometrik Analiz”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi*, 2016 (4)7. ss. 47-64
- Tarı, R., (2015), “Ekonometri”, *Umuttepe Yayınları*, Kocaeli
- Tekin, Ü., S., “Tekin, Ü. S. (2019). Bazı Makroekonomik Göstergelerle Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: Türkiye Örneği”, (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), Hacettepe Üniversitesi, İstatistik Anabilim Dalı, Ankara, (Türkiye)
- Terzi, H., Tütüncü, A., “Türkiye’de Üretici Fiyat Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki İlişkinin İncelenmesi: ARDL Sınır Testi Yaklaşımı”, *Sosyoekonomik*, 2017, (34), ss.173-186
- Terzi, H., “Türkiye’de Enflasyon ve Ekonomik Büyüme İlişkisi (1924-2020)”, *Gazi Üniversitesi Journal of Faculty of Economics and Administrative*, 2004, (6), ss.59-75

Tiwari, K., A., Suresh, K., G., Arouri, M., Teulin, F., “ Causality Between Consumer Price and Pruducer Price: Evidence From Mexico”, Economic Modelling, 2014, (36), ss.432-440

Tobin, J., “Money and Econimic Growth”, Econometrica: Journal of The Econometric Society, 1965, (33), ss. 671-684

Turan, T., (2008), İktisadi Büyüme Teorisine Giriş, Yalın Yayıncılık, İstanbul

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), İhracat Reeskont İşlemlerinin Uygulama Esas ve Şartlarında Yapılan Değişiklik Hakkında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Basın Duyurusu, Sayı 23, Mayıs 2009.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, Aralık 2012, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), (2018), 100 Soruda Merkez Bankacılığı, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), (2018), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Rezerv Yönetimi, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) <<http://https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/87152ecb-3f52-4c1e-99ef48f72b691320/DUY2011-73.pdf>> 24.08.2021

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0390c821-23a8-4a96-ae66-fdbf79f5424a/DUY2012>, 24.08.2021

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/0445a158-36e3-40bb-837a-a39c7242fcaa/DUY2018>>, 24.08.2021

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB%20EN/Main%20Menu/Announcements/Press%20Releases/2019/ANO2019-33>>24.08.2021

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB),  
<<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB%20TR/Main%20Menu/Duyurular/Basin/2019/DUY2019-41,25.08.2021>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <  
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB%20TR/Main%20Menu/Duyurular/Basin/2019/DUY2019-46>,25.08.2021>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), <  
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB%20TR/Main%20Menu/Duyurular/Basin/2021/DUY2021-24>,25.08.2021>

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Ödemeler Dengesi Raporu 2012-IV”, Eylül 2013, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “28 Nolu Bülten, Rezerv Opsiyon Mekanizması”, Aralık 2012, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2009 Yılında Para ve Kur Politikası, Aralık 2008, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Parasal Aktarım Mekanizması”, 2013, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 33. Nolu Bülten,2014, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın” Duyurusu, 2010., Sayı 18, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın” Duyurusu, 2011. Sayı 70, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın” Duyurusu, 2013. Sayı 10, Ankara

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın” Duyurusu, 2014. Sayı 56, Ankara



- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın” Duyurusu, 2016. Sayı 60, Ankara
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklara İlişkin Basın” Duyurusu, 2018. Sayı 32, Ankara
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “2017 Para ve Kur Politikası”,2016, Ankara
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), “Zorunlu Karşılıklar Uygulama Talimatı” 2014, Ankara
- Tüzün, E., (2007), Türkiye’de 1980-2004 Döneminde Para Arzının Enflasyon Üzerindeki Etkisinin İncelenmesi,(Yayınlanmamış doktora tezi) İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul
- Uğur, A., Sancar, C., Polat, M., A.,“Türkiye’de Parasal Aktarım Mekanizması Kanallarının İşleyişine İlişkin Ampirik Bulgular: (1998-2015)”, Uluslararası Avrasya Sosyal Bilimler Dergisi, 2016 (22), ss. 34-55
- Ueda, K., “ The Effectiveness of Non-Traditional Monetary Policy Measures: The Case of The Bank of Japan, The Japanese Economic Review, 2012, (63), 1-22
- Ülke, V., Ergun, U. “The Relationship Between Consumer Price And Producer Price Indices İn Turkey”, International Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences, 2014, (3), ss. 205-222
- Ünsal, E., (2013), Makro İktisat, (10.baskı), İmaj Yayıncılık, Ankara
- Vural, U., Geleneksel Olmayan Para Politikalarının Yükselişi, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi, TCMB İletişim ve Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara, Mart 2013
- Wang, J., “Financial Liberalization and Regulation in East Asia: Lessons From Financial Crises and The Chinese Experience of Controlled Liberalization”. Journal of World Trade, 2007, (1), ss.211- 241

- Weller, C., E., “Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?”, *The Journal of Development Studies*, 2001, (1), ss.98- 127.
- Williamson, S., D., “Low Real Interest Rates and The Zero Lower Bound”. *Review of Economic Dynamics*, 2019,(31), ss. 36-62
- Woo, K., Y., Lee, S., K., Ng, C. Y. J. “An Investigation Into The Dynamic Relationship Between CPI And PPI: Evidence From The UK, France And Germany”, *The Singapore Economic Review*, 2019, (64) ss.1081-1100.
- Yalçinkaya, Y., Tunalı, H., “ 2017-2018 Döviz Kuru Türbülansı ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Yeni Politika Araçları”, *Ekonomi, Politika & Finans Araştırmaları Dergisi*, 2019, (4)
- Yamak, R., Topbaş, F., “ Fiyat Endeksleri Arasındaki Geçişkenlik İlişkisi: Enders-Ludlow Nonlinear, Eşbütünleşme Analizi, 2009, Dokuzuncu Ekonometri ve İstatistik Sempozyumunu Sunulmuş Bildiri, İzmir
- Yamak, R., Erdem, H., F., “ Üretici Fiyat Endeksi ve Tüketici Fiyat Endeksi Arasındaki Geçişgenliğin Derecesi” *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2014, (14), ss.1-13
- Yavuz, S., “Hataları Ardışık Bağımlı (Otokorelasyonlu) Olan Regrasyon Modellerinin Tahmin Edilmesi”, *Journal of Economics and Administrative Sciences*, 2010 (23), ss123-140
- Yıldırım, K., (2008), *İktisat Teorisi*, (5.baskı), Anadolu Üniversitesi, Eskişehir
- Yıldırım, S., “2008 Yılı Küresel Ekonomi Krizinin Dünya ve Türkiye Ekonomisine Etkileri” *Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi*, 2010, (18), ss.47-55
- Yıldırım, Z., “Enflasyon Rejimleri Ve Üretici Enflasyonundan Tüketici Enflasyonuna Geçişkenlik”, *Central Bank Review Forthcoming*, 2015, (3), ss. 1-26

- Yılmaz, B., Şahin, İ., E., “Türev Ürünlerinden Swap İşlemlerinin Mali Risk Yönetiminde Kullanımı”, Sosyal Ekonomik Araştırmalar Dergisi 2009 (9), ss.393-406
- Yılmaz, H., D., (2015), Para Arzının Makroekonomik Faktörler Üzerine Etkisinin Analizi, (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi), Başkent Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara
- Yiğitbaş, Ş., B., (2015) “Banka Kredilerinde Ters Seçim ve Ahlaki Tehlike Etkisi”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 16 (1), ss.15-23
- Yurdabak, K.,(2015), “2008 Küresel Kriz Sonrası Merkez Bankacılığında Politika Değişimi: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Örneği”, Marmara Üniversitesi, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Bilimi, İstanbul
- Yurtkur, K., A. (2019). “Para Arzının İçselliği Hipotezi: Türkiye İçin Ampirik Bir Analiz (2006-2018)”, Uluslararası İktisadi ve İdari İncelemeler Dergisi , (24), ss.131-150
- Yücememiş, T., B., Alkan, U., Dağıdır, C., “Yeni Bir Para Politikası Aracı Olarak Faiz Koridoru: Türkiye’de Para Politikası Kurulu Faiz Kararlarının Enflasyon Üzerine Etkisi”, Finansal Araştırmalar ve Çalışmalar Dergisi, 2015, 7, (15), 449-478
- Zegarra, M., J., Willeson, M., “ The Effect of Negative Interest Rates on Cash Usage: Evidence for EU Countries”,Economics Letters, 2021, (198), 1-5
- Zortuk, M., “Türkiye’de Tüketici ve Toptan Eşya Fiyat Endeksleri Arasındaki Nedensellik İlişkisi:1986-2004”, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 2008, (20), pp.181-190.

## EKLER

### EK-1

#### Avrupa Merkez Bankasının Genişlemeci Para Politikaları Kararları

28.03.2008	<i>Likidite Karşılığı</i> : “Yönetim Konseyi (GC), 6 ay vadeli ek Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonları (LTRO'lar) yürütmeye karar verdi.”
<b>08.10.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı</i> : “Haftalık ana yeniden finansman işlemleri, tam tahsisli sabit oranlı bir ihale prosedürü ile gerçekleştirilecektir [...]”
<b>18.12.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı</i> : “Ana refinansman işlemleri, tam tahsisli sabit oranlı ihale usulü ile yürütülmeye devam edilecektir [...]. Bu önlem gerektiği sürece geçerli olacaktır [...]”
<b>07.05.2009</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Eurosystem, Euro Bölgesi'nde ihraç edilen euro cinsinden teminatlı tahvilleri satın alacaktır.” <i>Likidite Karşılığı</i> : “ECB, 1 yıl vadeli likidite sağlayan LTRO'lar yürütmeye karar verdi.”
<b>04.06.2009</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “KH, Euro Bölgesi'nde ihraç edilen euro cinsi teminatlı tahvilleri satın alma kararının ardından teknik usullere karar verdi. [...] Satın almalar, 60 milyar € tutarında [...]”
<b>03.12.2009</b>	<i>Likidite Karşılığı</i> : “GC, son 6 aylık LTRO'ları 31 Mart 2010'da gerçekleştirmeye karar verdi.”
<b>10.05.2010</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “KH, Euro Bölgesi kamu ve özel borçlanma senetleri piyasalarına (Menkul Kıymet Piyasaları Programı) müdahale kararı aldı.”
<b>07.08.2011</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “[...] ECB'nin Menkul Kıymetler Piyasası Programını aktif olarak uygulayacağı yukarıdaki değerlendirmelere dayanmaktadır.”
<b>06.10.2011</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “GC, yeni bir Teminatlı Tahvil Alım Programı başlatmaya karar verdi. Satın almalar, amaçlanan 40 milyar Euro tutarında olacak.” <i>Likidite Karşılığı</i> : “GC, biri yaklaşık 12 aylık [...] ve diğeri yaklaşık 13 aylık [...] vadesi olan iki LTRO yürütmeye karar verdi.”
<b>03.11.2011</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “İpotekli Tahvil Alım Programı 2'yi başlatma kararının yanı sıra, Yönetim Konseyi programın teknik yöntemlerine karar verdi.”

<b>08.12.2011</b>	<i>Likidite Karşılığı</i> : “GC, 36 ay vadeli iki LTRO yürütmeye karar verdi.”
<b>26.07.2012</b>	<i>İleri Yönerge</i> : “Bizim yetkimiz dâhilinde, ECB euroyu korumak için ne gerekiyorsa yapmaya hazır. Ve inan bana, bu yeterli olacak.”
<b>02.08.2012</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “KH, doğrudan açık piyasa işlemleri yapabilir. Bu çaba, getiri eğrisinin daha kısa kısmına odaklanacak.”
<b>06.09.2012</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “KH, Eurosystem'in ikincil devlet tahvili piyasalarındaki doğrudan işlemlerine ilişkin bir dizi teknik özellik hakkında kararlar almıştır. [...] Bunlar Kesin Parasal İşlemler olarak bilinecek.”
<b>04.07.2013</b>	<i>İleriye Yönelik Kılavuz</i> : “KH, kilit ECB faiz oranlarının uzun bir süre mevcut veya daha düşük seviyelerde kalmasını bekliyor. [...] Kıbrıs Rum Yönetimi, daha spesifik bir şekilde İleriye Yönelik Rehberlik verme konusunda eşi görülmemiş bir adım attı [...]”
<b>05.06.2014</b>	<i>Likidite Karşılığı</i> : “Genel Merkez, 2 yıllık bir pencere boyunca bir dizi Hedefli Uzun Vadeli Yeniden Finansman Operasyonu (TLTRO'lar) [...] yürütmeye karar verdi. [...] ECB, negatif Mevduat Kolaylığı Faiz Oranı getiriyor.”
<b>03.07.2014</b>	<i>Likidite Karşılığı</i> : “GC, bir dizi TLTRO'nun daha fazla teknik detayına karar verdi.”
<b>04.09.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Eurosystem, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı kapsamında Euro Bölgesi finansal olmayan özel sektöre karşı alacaklardan oluşan temel varlıklara sahip basit ve şeffaf varlığa dayalı menkul kıymetlerden oluşan geniş bir portföy satın alacaktır. [...] ayrıca, yeni bir Teminatlı Tahvil Satın Alma Programı kapsamında Euro Bölgesi'nde yerleşik Parasal Finans Kuruluşları tarafından ihraç edilen geniş bir euro cinsinden teminatlı tahvil portföyünü satın alacak.”
<b>02.10.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “AMB, Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Alım Programı ve Teminatlı Tahvil Alım Programı 3'ün operasyonel detaylarını açıkladı. Programlar en az 2 yıl sürecek.”
<b>06.11.2014</b>	<i>İleri Yönerge</i> : “KH'nin talebine yanıt olarak, ECB personeli ve ilgili Eurosystem komiteleri, daha fazla önlem için teknik hazırlıkları hızlandırdı.”
<b>22.01.2015</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “KH, varlık alımlarının ikincil piyasa Kamu Sektörü Satın Alma Programını içerecek şekilde genişletilmesi gerektiğine karar verdi [...]. Kamu ve özel sektör menkul kıymetlerinin birleşik aylık alımları 60 milyar Euro tutarında olacak. 2016 yılı Eylül ayı sonuna kadar gerçekleştirilmesi amaçlanmaktadır [...]”

---

<b>03.12.2015</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Geniştirilmiş Varlık Satın Alma Programını (APP) genişletmeye karar verdik. Aylık 60 milyar Euro'luk alımların [...] şimdi Mart 2017'nin sonuna kadar sürmesi planlanıyor [...]”
<b>10.03.2016</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Euro Bölgesi'nde yerleşik banka dışı şirketler tarafından ihraç edilen yatırım yapılabilir euro cinsinden tahviller, yeni bir Kurumsal Sektör Satın Alma Programı kapsamında düzenli alıma uygun varlıklar listesine dâhil edilecektir [...]. APP kapsamındaki birleşik aylık satın almalar, 60 milyar Euro'dan 80 milyar Euro'ya yükselecek.”  <i>Likidite Karşılığı</i> : "Dört yeni TLTRO [...] Haziran 2016'dan Mart 2017'ye kadar yürütülecek [...] dört yıllık bir vadeye sahip olacak."
<b>21.04.2016</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “ECB, Kurumsal Sektör Satın Alma Programının ayrıntılarını açıkladı.”
<b>08.12.2016</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “GK, APP kapsamındaki alımlarını mevcut aylık hızı olan 80 milyar Euro ile Mart 2017'nin sonuna kadar sürdürmeye karar verdi. Nisan 2017'den itibaren net varlık alımlarının aylık 60 milyar Euro'luk bir hızla devam etmesi planlanıyor. Aralık 2017 sonuna kadar [...]”
<b>26.10.2017</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “APP kapsamındaki alımlar, Aralık 2017'nin sonuna kadar mevcut aylık 60 milyar Euro'luk hızda devam edecek. Ocak 2018'den itibaren, net varlık alımlarının Eylül ayı sonuna kadar aylık 30 milyar Euro'luk bir hızla devam etmesi planlanıyor. 2018 [...]”
<b>14.06.2018</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “GK, Eylül 2018'den sonra [...] net varlık alımlarının aylık hızının Aralık 2018'in sonuna kadar 15 milyar Euro'ya düşeceğini tahmin ediyor [...]”  <i>İleriye Yönelik Rehberlik</i> : “KH, kilit ECB faiz oranlarının en azından 2019 yazına kadar mevcut seviyelerinde kalmasını bekliyor [...]”

---

Kaynak: Ferreira,2022:18

### İngiltere Merkez Bankasının Genişlemeci Para Politikaları Kararları

---

21.04.2008	<i>Likidite Karşılığı</i> : “BoE, bankaların yüksek kaliteli ipoteğe dayalı ve diğer menkul kıymetlerini Birleşik Krallık Hazine Bonoları için geçici olarak takas etmelerine izin vermek için Özel bir Likidite Programı başlatıyor.”
19.01.2009	<i>Varlık Alımları</i> : “BoE, Kredi Garanti Programı kapsamında ihraç edilen kağıtlar, şirket tahvilleri, ticari senetler, sendikasyon kredileri ve oluşturulan sınırlı sayıda

---

	varlığa dayalı menkul kıymetler dâhil olmak üzere yüksek kaliteli özel sektör varlıklarını satın almak için bir varlık satın alma programı oluşturacaktır. uygulanabilir menkul kıymetleştirme yapılarında.”
06.02.2009	<i>Varlık Alımları:</i> “Banka, Varlık Alım Tesisini başlangıçta nasıl işletmeyi planladığına ilişkin ayrıntıları yayınlamaktadır.”
05.03.2009	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE 75 milyar sterlinlik varlık alımlarını finanse etmeli.”
19.03.2009	<i>Varlık Alımları:</i> “Banka, Kurumsal Tahvil İkincil Piyasa Planının ayrıntılarını yayınlamaktadır.”
07.05.2009	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE, 50 milyar sterlinlik bir varlık alımını daha finanse etmelidir.”
08.06.2009	<i>Varlık Alımları:</i> “Banka [...] yakın gelecekte, geniş bir şirket popülasyonuna işletme sermayesi sağlanmasını desteklemek için bir Teminatlı Ticari Senet Tesisi kurmayı planlıyor.”
30.07.2009	<i>Varlık Alımları:</i> “Banka bugün Teminatlı Ticari Senet Tesisinin ayrıntılarını yayınlıyor.”
06.08.2009	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE, 50 milyar sterlinlik bir varlık alımını daha finanse etmelidir.”
05.11.2009	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE, 25 milyar sterlinlik bir varlık alımını daha finanse etmelidir.”
06.10.2011	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE, 75 milyar sterlinlik bir varlık alımını daha finanse etmelidir.”
06.12.2011	<i>Likidite Karşılığı:</i> “BoE, yeni bir acil durum likidite tesisi olan Uzatılmış Teminat Vadeli Repo İmkanı'nın tanıtıldığını duyuruyor. Bu İmkan, piyasa genelinde kısa vadeli sterlin likidite sıkıntısından kaynaklanan finansal istikrara yönelik riskleri azaltmak için tasarlanmıştır.”
09.02.2012	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE, 50 milyar sterlinlik bir varlık alımını daha finanse etmelidir
15.06.2012	<i>Likidite Karşılığı:</i> “BoE, Uzatılmış Teminat Vadeli Repo İmkanı kapsamında faaliyetlerine başlayacak. Bu Tesisin Aktivasyonu [...]”
05.07.2012	<i>Varlık Alımları :</i> “BoE, 50 milyar sterlinlik bir varlık alımını daha finanse etmelidir.”

13.07.2012	<i>Likidite Karşılığı</i> : “Borç Verme Planının Finansmanı, bankaları ve yapı topluluklarını Birleşik Krallık hane halklarına ve finansal olmayan şirketlere borç vermelerini artırmaya teşvik etmek için tasarlanmıştır [...]”
07.08.2013	<i>Yönlendirme Yönergesi</i> : “Para Politikası Komitesi (MPC), Banka Faizini şu anki %0,5 seviyesinden en az [...]”
12.02.2014	<i>İleri Yönerge</i> : “MPC, %2 enflasyon hedefine ulaşmak için politika belirliyor [...] Banka Faizini yükseltmeden önce yedek kapasiteyi daha fazla absorbe etme alanı var [...]”
12.05.2016	<i>İleri Yönlendirme</i> : “Para politikasının yönüne ilişkin çıkarımlar, talep, arz ve döviz kuru etkilerinin göreceli büyüklüklerine bağlı olacaktır.”
04.08.2016	<i>Varlık Alımları</i> : “BoE, 10 milyar sterline kadar sterlin şirket tahvilleri satın alacak. [...] Birleşik Krallık devlet tahvilleri için 60 milyar sterlinlik varlık satın alma planının genişletilmesi.”  <i>Yönlendirme Yönergesi</i> : “Üyelerin çoğunluğu, yıl boyunca MPC'nin gelecek toplantılarından birinde Banka Faizinin etkin alt sınırına daha da düşürülmesini desteklemeyi bekliyor.”  <i>Likidite Karşılığı</i> : “[...] MPC, bankalara Banka Oranına yakın faiz oranlarında fon sağlayacak bir Vadeli Fonlama Planı başlatıyor.”
12.09.2016	<i>Varlık Alımları</i> : “Kurumsal tahvil satın alma planı: uygunluk ve sektörler. Varlık satın alma imkanımızı kullanarak hangi şirket tahvillerini satın alacağımıza nasıl karar verdiğimizize dair bilgiler.”
03.11.2016	<i>İleri Yönerge</i> : “Para politikası, enflasyonun %2 hedefine sürdürülebilir bir şekilde geri dönüşünü sağlamak için ortaya çıktıkça ekonomik görünümdeki değişikliklere her iki yönde de yanıt verebilir.”
15.06.2017	<i>Yönlendirme Yönergesi</i> : “Tüm üyeler, Banka Faiz oranlarındaki herhangi bir artışın kademeli bir hızda ve sınırlı bir ölçüde olmasının bekleneceği konusunda anlaşılır.”
21.06.2018	<i>Yönlendirme Rehberi</i> : “Banka Faiz Oranı Kararları, enflasyon hedefine ulaşmak için satın alınan varlık stokundaki değişikliklerin genel parasal koşullar üzerindeki herhangi bir etkisini dikkate alacaktır.”

Kaynak: Ferreira,2022:19

FEDeral Rezervin Genişlemeci Para Politikaları Kararları



<b>11.03.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı:</i> “[...] Bu yeni Vadeli Menkul Kıymet Ödünç Verme İmkânı kapsa kıymetlerin rehni ile 28 günlük bir süre için güvence altına alınan birincil satıcılara 200 menkul kıymeti ödünç verecektir [...].”
<b>16.03.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı:</i> "FED Kurulu, New York FEDeral Rezerv Bankası'na, piyasa yapıcılarının menkul kıymetleştirme piyasalarındaki katılımcılara finansman sağlama kabiliyetini geliştirmek için bir borç verme tesisi oluşturma yetkisi vermek için oybirliğiyle karar verdi
<b>19.09.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı:</i> “Bir girişim, para piyasası yatırım fonlarından yüksek kaliteli varlığa dayalı ticari senet alımlarını finanse etmek için ABD mevduat kuruluşlarına ve banka holding şirketlerine birincil kredi oranında rücu olmayan krediler verecek.”
<b>07.10.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı:</i> "FED Kurulu Salı günü, Ticari Senet Fonlama Tesisi'nin [...] kurulduğunu duyurdu [...] doğrudan uygun ihraççılardan.”
<b>21.10.2008</b>	<i>Likidite Karşılığı:</i> “FED Kurulu Salı günü, Para Piyasası Yatırımcı Fonlama Tesisinin [...] kurulduğunu duyurdu [...] uygun yatırımcılardan alınan varlıklar.
<b>25.11.2008</b>	<i>Varlık Alımları :</i> “Devlet destekli işletmelerde doğrudan yükümlülüklerde 100 milyar dolara kadar alımlar gerçekleştirilecek [...]. İpoteğe dayalı menkul kıymetlerde 500 milyar dolara kadar alım yapılacak [...].” <i>Likidite Karşılığı:</i> “FED Kurulu, öğrenci kredileri ile teminatlandırılmış varlığa dayalı menkul kıymetlerin ihracını destekleyerek piyasa katılımcılarının hanehalklarının ve küçük işletmelerin kredi ihtiyaçlarını karşılamalarına yardımcı olacak Vadeli Varlığa Dayalı Menkul Kıymet Kredisi Kolaylığı'nın kurulduğunu duyurdu, otomobil kredileri, kredi kartı kredileri ve Küçük İşletme İdaresi tarafından garanti edilen krediler.
<b>16.12.2008</b>	<i>İleri Yönerge :</i> “Komite, zayıf ekonomik koşulların bir süre için olağanüstü düşük FEDeral fon oranlarını garanti edeceğini tahmin ediyor.”
<b>30.12.2008</b>	<i>Varlık Alımları :</i> “FED, ipoteğe dayalı menkul kıymetleri satın alma programının ayrıntılarını açıkladı.”
<b>18.03.2009</b>	<i>Varlık Alımları :</i> “Komite [...] 750 milyar dolara kadar ek ajans ipoteğe dayalı menkul kıymet satın almaya karar verdi [...] ve ajans borcu alımlarını bu yıl 100 milyar dolara kadar artırmaya [...] 300 dolara kadar satın almaya karar verdi. Önümüzdeki 6 ay içinde milyarlarca uzun vadeli Hazine tahvili.” <i>İleri Yönerge :</i> “Komite, zayıf ekonomik koşulların, uzun bir süre boyunca istisnai olarak düşük FEDeral fon oranlarını garanti etmesinin muhtemel olduğunu tahmin ediyor.”
<b>12.08.2009</b>	<i>Varlık Alımları :</i> “[...] Komite, bu işlemlerin hızını kademeli olarak düşürmeye karar verdi ve tutarın tamamının Ekim ayı sonuna kadar satın alınacağını tahmin ediyor.”

<b>23.09.2009</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “[...] ajans ipoteye dayalı menkul kıymetler [...] ajans borcu. Komite, bu alımların hızını kademeli olarak yavaşlatacak [...] ve 2010 yılının ilk çeyreğinin sonuna kadar gerçekleştirileceğini tahmin ediyor.”
<b>04.11.2009</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “FED, yaklaşık 175 milyar dolarlık ajans borcu satın alacak.”
<b>03.11.2010</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, 2011 yılının ikinci çeyreğinin sonuna kadar 600 milyar dolarlık daha uzun vadeli Hazine tahvili satın almayı planlıyor.”
<b>09.08.2011</b>	<i>İleriye Yönelik Rehberlik</i> : “Komite şu anda ekonomik koşulların [...] en azından 2013 ortasına kadar FEDeral fon oranı için istisnai düşük seviyeleri garanti edeceğini tahmin ediyor.”
<b>21.09.2011</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, 2012 yılı Haziran ayı sonuna kadar, kalan vadesi 6 ila 30 yıl arasında olan 400 milyar ABD Doları tutarında Hazine menkul kıymeti satın almayı ve eşit miktarda vadesi 3 yıl veya daha az olan Hazine menkul kıymetlerini satmayı amaçlamaktadır.”
<b>25.01.2012</b>	<i>İleriye Yönelik Rehberlik</i> : FEDeral Açık Piyasa Komitesi (FOMC), "en azından 2013 ortasına kadar" ifadesini "en azından 2014 sonuna kadar" ile değiştirir.
<b>20.06.2012</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elinde bulundurduğu menkul kıymetlerin ortalama vadesini uzatma programını yıl sonuna kadar sürdürmeye karar verdi.”
<b>13.09.2012</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, [...] ayda 40 milyar dolarlık ek ajans ipoteye dayalı menkul kıymetler satın almayı kabul etti. [...] Komitenin elinde bulundurduğu uzun vadeli menkul kıymetleri yıl sonuna kadar her ay yaklaşık 85 milyar dolar artıracak.”
<b>12.12.2012</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, ayda 40 milyar dolarlık ek ajans ipoteye dayalı menkul kıymetler satın almaya devam edecek. [...] Komite ayrıca daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini [...] başlangıçta ayda 45 milyar dolarlık bir hızla satın alacak.”  <i>İleriye Yönelik Rehberlik</i> : FOMC, “FEDeral fon oranı için son derece düşük aralığın en azından işsizlik oranı % 6,5'in üzerinde kaldığı sürece uygun olacağını, önümüzdeki bir ila iki yıl arasında enflasyonun düşeceğini tahmin ettiğini” belirterek eşik bazlı ileriye dönük rehberlik sunar. Komite'nin % 2'lik uzun vadeli hedefinin yarım puan üzerinde değil ve uzun vadeli enflasyon beklentileri iyi bir şekilde sabitlenmeye devam ediyor.”
<b>18.12.2013</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteline dayalı menkul kıymetlere ayda 35 milyar dolar [...] ve daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 40 milyar dolar [...]”

---

	<i>İleriye Yönelik Rehberlik</i> :FOMC, “özellikle öngörülen enflasyonun Komite'nin altında çalışmaya devam etmesi durumunda, işsizlik oranının % 6–1/2'nin altına düştüğü zamandan çok sonra FEDeral fon oranı için mevcut hedef aralığını sürdürmenin muhtemelen uygun olacağını” duyurdu. % 2 daha uzun vadeli hedef.”
<b>29.01.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteğine dayalı menkul kıymetleri aylık 30 milyar \$ hızla [...] ve [...] daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 35 milyar \$ hızla artıracak [...].”
<b>19.03.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteğine dayalı menkul kıymetlere ayda 25 milyar dolar [...] ve [...] daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 30 milyar dolar [...]”  <i>İleri Yönlendirme Rehberi</i> : FOMC, eşik bazlı ileriye dönük yönlendirmesini, FEDeral fon oranı için mevcut hedef aralığını “varlık satın alma programı sona erdikten sonra, özellikle de öngörülen enflasyon Komite'nin % 2'lik uzun vadeli hedefinin altında çalışmaya devam ediyor ve uzun vadeli enflasyon beklentilerinin sağlam bir şekilde sabitlenmesi şartıyla.”
<b>30.04.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteğine dayalı menkul kıymetlere ayda 20 milyar \$ hızla [...] ve [...] daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 25 milyar \$ hızla ekleyecektir [...].”
<b>18.06.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteğine dayalı menkul kıymetleri aylık 15 milyar \$ hızla [...] ve [...] daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 20 milyar \$ hızla artıracak [...].”
<b>30.07.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ayda 10 milyar dolar [...] ve daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 15 milyar dolar [...]”
<b>17.09.2014</b>	<i>Varlık Alımları</i> : “Komite, elindeki ajans ipoteğe dayalı menkul kıymetlere ayda 5 milyar ABD doları [...] ve [...] daha uzun vadeli Hazine menkul kıymetlerini ayda 10 milyar ABD doları [...]”
<b>17.12.2014</b>	<i>İleri Yönlendirme</i> : FOMC, “para politikasının duruşunu normalleştirmeye başlarken sabırlı olunabileceğini” duyurdu.
<b>18.03.2015</b>	<i>İleri Yönlendirme</i> : FOMC, “sabırlı olabilir” ifadesini, hedef aralığında bir artışın “Nisan FOMC toplantısında olası olmadığı” göstergesiyle değiştirir. FOMC ayrıca

---

---

	ileriye dönük kılavuzdaki bu değişikliğin “Komite'nin hedef aralıktaki ilk artışın zamanlamasına karar verdiğini göstermediğini” belirtiyor.
<b>28.10.2015</b>	<i>İleri Yönlendirme</i> : FOMC, "[hedef aralığı] ne kadar süreyle korumanın uygun olacağı" maddesini "bir sonraki toplantısında hedef aralığı yükseltmenin uygun olup olmayacağı" ile değiştirir.
<b>16.12.2015</b>	<i>İleriye Yönelik Rehberlik</i> : FOMC, “ekonomik koşulların FEDeral fon oranında yalnızca kademeli artışları garanti edecek şekilde gelişeceğini; FEDeral fon oranının bir süre daha uzun vadede hâkim olması beklenen seviyelerin altında kalması muhtemel.”
<b>13.06.2018</b>	<i>İleri Yönlendirme</i> : FOMC, FEDeral fon oranının "bir süre için, uzun vadede hâkim olması beklenen seviyelerin altında kalması muhtemel" olduğunu belirten cezayı düşürdü.
<b>26.09.2018</b>	<i>İleri Yönlendirme</i> : FOMC, Aralık 2015'ten bu yana yürürlükte olan "para politikası duruşunun destekleyici olmaya devam ettiğini" belirten bir cümle yayınladı.

---

Kaynak: Ferreira,2022:20

### Merkez Bankalarının koordineli uygulamaları

---

<b>11.03.2008</b>	“ECB'nin Genel Merkezi, FED ile birlikte [...] Eurosystem karşı taraflarına 28 gün vadeli ve 15 milyar ABD dolarına kadar ABD doları finansmanı teklif etmeye karar verdi.”
<b>02.05.2008</b>	“AMB'nin GC'si, FED ile birlikte [...], Eurosystem'in karşı taraflarına sağlanan ABD doları likidite miktarını iki haftada bir yapılan müzayedelerde 25 milyar ABD dolarına yükseltmeye [...] 28 gün.”
<b>30.07.2008</b>	“ECB'nin Genel Merkezi, FEDeral Rezerv [...] ile birlikte, 20 milyar ABD doları 28 gün vadeli işlemler ve 10 milyar ABD doları 84 gün vadeli işlemler arasında dönüşümlü olarak iki haftada bir operasyonlar yürütmeye karar verdi. ”
<b>18.09.2008</b>	“[...] BoE, ECB, FED [...], faaliyetlerine bir gecelik vade ekleyerek, Eurosystem karşı taraflarına ABD doları fonlama sağlayarak ve Vadeli İhalede sunulan tutarları artırarak [...] koordineli tedbirleri duyuruyor. Tesis işlemleri. [...] Genel olarak, [...] 110 milyar ABD doları gibi olağanüstü bir miktara ulaşabilir [...]”

---

<b>26.09.2008</b>	“FED, BoE, ECB ile yaptıkları karşılıklı para birimi düzenlemelerini (swap hatları) kullanarak, bir hafta vadeli ABD doları likiditesi sağlamaya yönelik operasyonların başladığını duyuruyorlar. [...] ECB'nin GC'si, 35 milyar ABD Doları amaçlanan bir hacimle [...] çeyrek sonunda bir haftalık ABD doları fon sağlamaya karar verdi.”
<b>29.09.2008</b>	“FED ve ECB, geçici karşılıklı döviz düzenlemelerini (swap hatları) ikiye katlayarak 240 milyar ABD dolarına çıkarmaya karar verdi. [...] Bu karşılıklı takas imkanı 30 Nisan 2009 tarihine kadar yetkilendirilmiştir.”
<b>13.10.2008</b>	“BoE, ECB [...] 7 gün, 28 gün ve 84 gün vadeli ABD doları fonlama ihalelerini tam tahsis için sabit faiz oranlarında yapacak. [...] Bu önlemler en azından Ocak 2009'a kadar geçerli olacaktır.”
<b>03.02.2009</b>	“ECB'nin GC'si ve FED'in FOMC'si, geçici karşılıklı döviz düzenlemesini (swap hattı) 30 Ekim 2009'a kadar uzatmaya karar verdi.”
<b>19.03.2009</b>	"AMB'nin GC, FED dâhil diğer merkez bankalarıyla anlaşarak, ABD doları likidite sağlama operasyonlarını 7, 28 ve 84 günlük vadelerde sürdürmeye karar verdi. Haziran 2009 sonuna kadar olan operasyon takvimi [...]"
<b>06.04.2009</b>	“BoE, ECB, FED [...], FED tarafından ABD finans kuruluşlarına 80 milyar Euro'ya kadar döviz likiditesi sağlanmasını sağlayacak takas düzenlemelerini duyuruyor. GC, bu takas hattını 30 Ekim 2009'a kadar onayladı.”
<b>25.06.2009</b>	“FED ile diğer merkez bankaları arasındaki geçici karşılıklı kur düzenlemeleri (swap hatları) 1 Şubat 2010'a kadar uzatıldı. [...] Merkez Bankası ayrıca ABD doları likidite sağlama operasyonlarını 7 ve 84 gün vadeli olarak yürütmeye karar verdi. en az 30 Eylül 2009. BoE tarafından da benzer bir karar alınmıştır.”
<b>24.09.2009</b>	“ECB'nin Genel Merkez Bankası, FED dâhil diğer merkez bankalarıyla anlaşarak, Ekim 2009'dan Ocak 2010'a kadar ABD doları likidite sağlama operasyonlarını sürdürmeye karar verdi. Bu Eurosystem operasyonları 7 günlük repo operasyonları şeklini almaya devam edecek. [...].”
<b>10.05.2010</b>	"AMB'nin GC, diğer merkez bankalarıyla koordineli olarak, FED ile geçici likidite takas hatlarını yeniden etkinleştirmeye ve 7 ve 84 günlük vadelerde ABD doları likidite sağlama operasyonlarına devam etmeye karar verdi."
<b>17.12.2010</b>	“ECB ve BoE, BoE'nin gerekirse euro karşılığında ECB'ye 10 milyar GBP'ye kadar sağlayabileceği geçici bir likidite takas tesisi duyuruyor. Sözleşme Eylül 2011 sonunda sona eriyor.”

---

<b>21.12.2010</b>	“ECB'nin Genel Merkezi, BoE [...] ile koordineli olarak, FED ile likidite takası düzenlemelerini 1 Ağustos 2011'e kadar uzatma ve ABD doları likidite sağlama operasyonlarını yürütmeye devam etme kararı aldı. 7 gün vadeli.”
<b>29.06.2011</b>	“ECB'nin GC'si, BoE [...] ile koordineli olarak, FED ile likidite takası düzenlemelerini 1 Ağustos 2012'ye kadar uzatma kararı aldı. [...] 7 gün vadeli ABD doları likidite sağlayan operasyonlar.”
<b>25.08.2011</b>	“ECB'nin Genel Merkezi, BoE ile anlaşarak BoE ile likidite takası düzenlemesini 28 Eylül 2012'ye kadar uzatmaya karar verdi.”
<b>15.09.2011</b>	“ECB Genel Merkezi, FED ve BoE ile koordineli olarak [...] yıl sonunu kapsayan yaklaşık 3 ay vadeli üç ABD doları likidite sağlama operasyonu yürütmeye karar verdi.”
<b>30.11.2011</b>	“[...] Bu merkez bankaları, mevcut geçici ABD doları likidite takas düzenlemelerinin fiyatını 50 baz puan düşürmeyi kabul ettiler [...]. Bu takas düzenlemelerinin yetkisi 1 Şubat 2013'e kadar uzatılmıştır. Ayrıca, BoE, [...], ECB, [...] bir sonraki duyuruya kadar 3 aylık ihaleler sunmaya devam edecektir. Bir beklenmedik durum önlemi olarak, bu merkez bankaları ayrıca geçici ikili likidite takası düzenlemeleri oluşturmayı kabul ettiler [...]. Bu takas hatlarına 1 Şubat 2013 tarihine kadar yetki verilmiştir.”
<b>12.09.2012</b>	“ECB Genel Merkezi, BoE ile anlaşarak, BoE ile likidite takası düzenlemesini 30 Eylül 2013'e kadar uzatmaya karar verdi.”
<b>13.12.2012</b>	“[...] BoE, ECB, FED [...] mevcut geçici ABD doları likidite takası düzenlemelerinin 1 Şubat 2014'e kadar uzatıldığını duyuruyor. [...] aynı zamanda geçici ikili likidite takası ağını da 1 Şubat 2014'e kadar uzatıyor. düzenlemeler [...]”
<b>16.09.2013</b>	“ECB'nin Genel Merkezi, BoE ile anlaşarak, BoE ile likidite takası düzenlemesini 30 Eylül 2014'e kadar uzatmaya karar verdi.”
<b>31.10.2013</b>	“[...] BoE, [...] ECB, FED, [...] mevcut geçici ikili likidite takas düzenlemelerinin daimi düzenlemelere dönüştürüldüğünü açıkladı [...]”
<b>24.01.2014</b>	“ECB'nin GC, BoE ile işbirliği içinde, [...]. Bu merkez bankaları 30 Nisan 2014 tarihine kadar 3 ay vadeli ABD doları likidite sağlamaya devam edecek. 1 hafta vadeli ABD doları likidite sağlama işlemleri en az 31 Temmuz 2014 tarihine kadar yapılmaya devam edilecektir.”

---

---

**17.06.2014** "ECB'nin Genel Merkezi, BoE ile işbirliği içinde [...], 31 Temmuz 2014 tarihinden sonra bir sonraki duyuruya kadar 1 haftalık ABD doları likidite sağlama operasyonları sunmaya devam etmeye karar verdi."

---

Kaynak: Ferreira,2022:21

Kaynaklar: Avrupa Merkez Bankası, İngiltere Bankası ve FEDeral Rezerv.

APP – Varlık Satın Alma Programı; ECB – Avrupa Merkez Bankası; BoE – İngiltere Bankası; FED – FEDeral Rezerv; FOMC – FEDeral Açık Piyasa Komitesi; GC – Yönetim Konseyi; LTRO – Uzun Vadeli Yeniden Finansman İşlemleri; MPC – Para Politikası Komitesi; TLTRO – Hedeflenen Uzun Vadeli Yeniden Finansman İşlemleri.

